



Universidad
Zaragoza

TRABAJO DE FIN DE GRADO
ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE
EMPRESAS

Reflexiones macroeconómicas en
Occidente. Relaciones de
causalidad

Autor

Jaime Campá García

Directores

Jesús Ángel Miguel Álvarez y
Pilar Gargallo Valero

FACULTAD DE ECONOMÍA Y
EMPRESA

2020/2021

INFORMACIÓN

Autor: Jaime Campá García

Directores: Jesús Ángel Miguel Álvarez y Pilar Gargallo Valero

Título: “Reflexiones macroeconómicas en Occidente. Relaciones de causalidad”

Grado: Administración y Dirección de Empresas

ABSTRACT

The aim of the present undergraduate dissertation is to analyse concepts such as aging population, productivity, Gross Domestic Product (GDP from now so on), interest rates, and fixed and variable income among others; with the purpose of evaluating the macroeconomic situation in the western countries (Europe and the United States) and understand its influence in the financial markets. Moreover, this project tries to demonstrate the causality relationship among the economic variables around the globe, exposing their interdependency and its effects on institutional and individual grounds. The existence and temporal duration of the current monetary policy, based in “zero” interests and a spread in the balance sheet of the Central Banks, will mainly rely on how the Governments face the challenges towards debt, demography, deflation, and a lessened productivity that threatens the growth of the West. The performance of these institutions may base the economy on weak pillars that can bring doubts about the current monetary systems. For how long can the Central Banks stand? Or maybe the right question is if the allocation of this money created out of nowhere can be done efficiently to not raise social turmoil that can generate uncertainties in the system. Furthermore, we will examine how the crisis of the last decade, of financial origin in 2008 and sanitary in 2020, have been determining in the difficulties we are facing today. We will analyse the impact of the measures taken by the economic agents on the financial markets and on the investor’s moves, proving a ripple effect of the economy.

RESUMEN

El objetivo del presente Trabajo de Fin de Grado es analizar conceptos como envejecimiento de la población, productividad, Producto Interior Bruto (en adelante, PIB), tipos de interés, y renta fija y variable entre otros; con el objetivo de evaluar la situación macroeconómica de Occidente (Europa y EE. UU) y entender su incidencia en los mercados financieros. En concreto, este trabajo busca demostrar las relaciones de causalidad que existen entre las variables económicas a nivel global, exponiendo la interdependencia entre éstas y su incidencia a nivel institucional y particular. La existencia y duración temporal de la situación de política monetaria actual, basada en tipos “cero” y expansión del balance de los Bancos Centrales, dependerá en gran medida de cómo los Gobiernos afronten las relaciones con la deuda, demografía, deflación y merma en la productividad que amenaza el crecimiento de Occidente. Su actuación puede suponer cimentar la economía en débiles pilares que pueden poner en duda los sistemas monetarios actuales. ¿Hasta dónde pueden aguantar los bancos centrales? o quizás la pregunta correcta es si la asignación del dinero creado de la nada será hecha de forma eficiente para que no se produzcan las tensiones sociales que pueden generar dudas en el sistema. Además, vamos a ver como las crisis de la última década, de origen financiero en 2008 y sanitario en 2020, han sido determinantes en las dificultades que afrontamos en la actualidad. Analizaremos como la repercusión de las políticas llevadas a cabo por las instituciones gubernamentales y económicas tienen una incidencia indirecta en los mercados financieros y en los movimientos de los inversores, evidenciando el efecto dominó de la economía.

TABLA DE CONTENIDO

1- ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN	6
1.1 FERTILIDAD.....	8
1.2 MORTALIDAD	9
1.3 MIGRACIÓN	10
1.4 IMPACTO EN LA ECONOMÍA	11
1.4.1 SISTEMAS DE PENSIONES Y GASTO SANITARIO	11
1.4.2 HABITOS DE CONSUMO	15
1.4.3 FUERZA LABORAL.....	16
1.4.4. INFLACIÓN	19
2- PRODUCTIVIDAD.....	20
2.1 FACTORES QUE AFECTAN EL DESCENSO DE LA PRODUCTIVIDAD	22
2.1.1 ENVEJECIMIENTO Y FUERZA LABORAL	22
2.1.2 INVERSIÓN DE CAPITAL.....	22
2.1.3 EMPRESAS “ZOMBI”	23
2.1.4 IMPLEMENTACIÓN DE TECNOLOGÍAS	24
2.1.5 OTRAS TEORÍAS	25
2.2 VISTA AL FUTURO	25
3- CRECIMIENTO DESACELERADO Y DEUDA PÚBLICA	26
3.1 NIVELES DE DEUDA PÚBLICA	26
3.2 EMISIÓN Y COMPRA DE DEUDA	28
3.3 INSTRUMENTOS Y PROGRAMAS PARA LA DEUDA	29
3.4 RESULTADOS INCOHERENTES	30
4- MERCADOS FINANCIEROS	31
4.1 MERCADOS DE RENTA FIJA Y TIPOS DE INTERÉS	31
4.2 MERCADO DE RENTA VARIABLE	34
4.2.1 PLATAFORMAS DE INVERSIÓN.....	35
4.2.2 MÁXIMOS HISTÓRICOS	36
5- CONCLUSIÓN	39

1- ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN

El envejecimiento poblacional y demográfico es una tendencia a largo plazo que se inició hace varias décadas, y que está convirtiéndose en uno de los cambios sociales que mayor impacto pueden tener en la sociedad en el siglo XXI, afectando a prácticamente todos los sectores de la sociedad: desde las finanzas públicas y su sostenibilidad, los mercados laborales y financieros, el gasto sanitario, la propensión del consumo y la demanda de bienes y servicios, hasta la estructura familiar, y la productividad de un país.

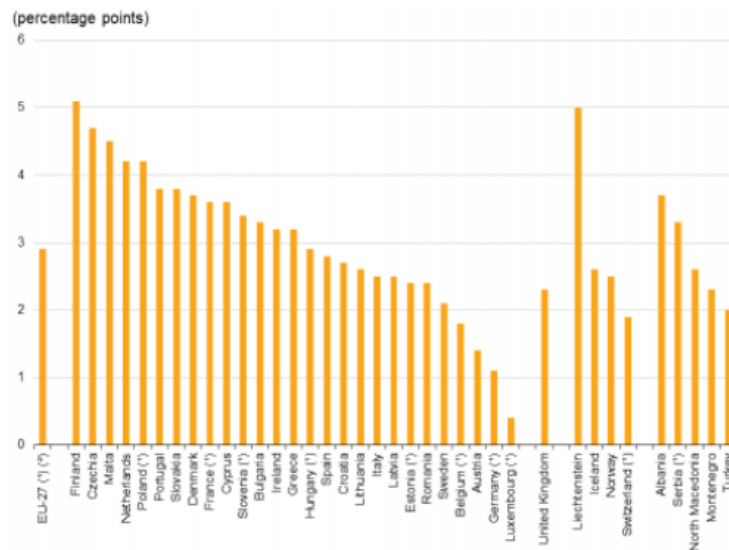
En 2018, por primera vez en la historia, las personas mayores de 65 años superaron en número a aquellas menores de 5 a nivel mundial. Para 2050, se estima que una de cada cinco personas aproximadamente tendrá una edad superior a la de 65 años y, por tanto, se haya duplicado la proporción de estas personas en la población total hasta alcanzar un 22%. Además, para alrededor de esta fecha se habrá triplicado el número de personas mayores de 80 años.

En Europa, en el año 2019 se estimó que un 15% de la población corresponde a gente joven (hasta los 14 años) mientras que las personas mayores de 65 ya alcanzaban el 20%. La mediana de la edad de los 27 estados miembros era de 43,7 años en esa fecha. Podemos observar el aumento en el número de las personas mayores en la última década en el gráfico 1.1.

Por otro lado, en Estados Unidos la evolución está siendo muy similar. En la última década, más de 4 de cada 5 condados han visto un incremento en la edad media de su población. El crecimiento en la proporción de personas mayores ha contribuido a un aumento en la mediana hasta los 38,5 años en 2019, oscilando niveles de entre 40 y 50 años para más de la mitad de los 3142 condados. La explicación más evidente del cambio demográfico se basa en los “Baby Boomers”, como se puede observar en el gráfico 1.2, y se le denomina “tsunami gris”. Este término hace referencia a la entrada de la generación más numerosa, estimada en 73 millones, en un rango de edad mayor de 65 años, teniendo un peso significativo en el envejecimiento del país.

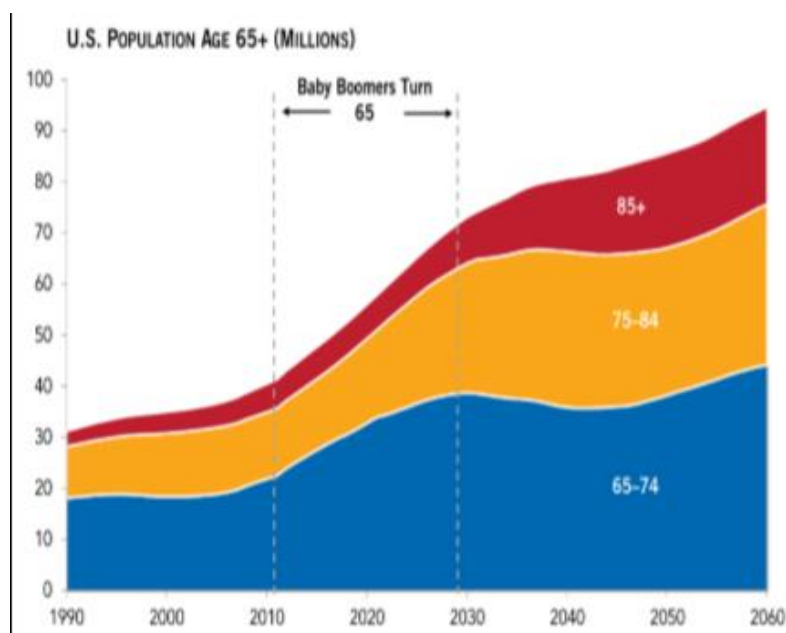
GRÁFICO 1.1. INCREMENTO EN LA PROPORCIÓN DE LA POBLACIÓN MAYOR DE 65 AÑOS EN EUROPA.

2009-2019



Fuente: Eurostat

GRÁFICO 1.2. CAMBIO DEMÓGRAFICO EN EE.UU.



Fuente: Peter G. Peterson Foundation

Estos son tan solo algunos datos que evidencian la tendencia en el envejecimiento, que vendrá acompañada de un cambio en las políticas económicas y sociales ante un incremento en las atenciones sanitarias y sistemas de pensiones. Pero ¿cuáles son los motivos que generan este descenso en la población más joven? Se pueden atribuir a tres factores: fertilidad, mortalidad y migración.

1.1 FERTILIDAD

El índice de fertilidad/natalidad tiene un peso muy significativo a la hora de analizar el aumento de las personas mayores en relación con los jóvenes sobre la población total. La tasa de natalidad ha caído sostenidamente desde mitad de la década de los 60 (ver gráfico 1.3). Pese a haber ciertos signos de recuperación a principios de este siglo, estos fueron leves y se vieron acompañados de caídas subsecuentes.

En Europa se registró en 2018 una tasa bruta de natalidad¹ media de 9,5. Estos datos recogidos por el Eurostat, reflejaban 10,5 en el 2000, 12,8 en 1985 y 16,4 en 1970. El anexo 1 muestra el descenso en el número de nacimientos en los últimos 60 años.

En términos nacionales, España es de los países europeos cuya ratio de fertilidad, el número medio de hijos nacidos de las mujeres que han completado su ciclo reproductivo, es de los más bajos, siendo este, 1,24 por mujer ante una media europea de 1,55.

El dato más reciente que tenemos es que en diciembre de 2020 el número de nacimientos ha caído interanualmente un 20%, el valor mínimo en un mes desde que comenzó la serie estadística del Instituto Nacional de Estadística (INE) en 1941.

En Estados Unidos, la ratio de fertilidad necesaria para reemplazar a la población sería de 2,1 hijos por mujer. Sin embargo, ésta es de apenas 1,7 hijos. En 2018 marcó un nuevo mínimo histórico en su tasa de natalidad, disminuyendo un 2% con respecto al año anterior y registrando 11,6 por cada 1.000 habitantes.

Un dato curioso a nivel global es que China quiere impartir clases de amor y matrimonio a los universitarios como forma de lucha contra una natalidad que está en caída libre.

1.2 MORTALIDAD

La tasa de la mortalidad también está relacionada con el envejecimiento poblacional y es interesante analizar los factores subyacentes que influyen en la longevidad de la vida de las personas. Es decir, cuando examinamos el número de muertes diarias, mensuales o anuales de una zona o región específicas, lo que queremos saber es qué las origina, a qué edad ocurren, y que diferencia tienen respecto a épocas anteriores.

En base a hallazgos recientes, se conoce que hasta prácticamente principios del siglo XIX la esperanza de vida de las personas era la misma que en la época de los cazadores-recolectores, 8000 generaciones atrás; situándose entre los 27 y 35 años. Hoy este dato ronda una media de 81 años en Europa, siendo España uno del top 3 países con mayor media a nivel mundial; y de 78 años en Estados Unidos. Principalmente esto se debe a una reducción en las tasas de mortalidad en edades tempranas, especialmente en el nacimiento y entre niños con edades inferiores a 5 años gracias a mejores condiciones de parto y esfuerzos de inmunización, y un aumento de probabilidades de supervivencia en edades más avanzadas. El anexo 2 muestra el crecimiento exponencial de la esperanza de vida en el último siglo.

Los avances en la medicina y tecnología, el alivio tanto en el tipo de trabajos que se realizan como en el progreso de las condiciones de éstos y las mejoras en la calidad de vida han permitido alcanzar los niveles de edad que gozamos en la actualidad. Esta tendencia continuará su curso, aumentando la duración de vida; pero deberá estar acompañada de reformas en un sistema que no ha tenido suficientemente en cuenta esta evolución.

Desde comienzos del siglo XX las personas han visto su esperanza de vida multiplicarse por dos, concluyendo un aumento exponencial en la esperanza de vida de las personas en los últimos siglos.

En todos los países del mundo las mujeres tienden a vivir más. El componente genético, las hormonas, la ocupación, y el comportamiento, son los principales factores en esta desigualdad.

1.3 MIGRACIÓN

El descenso en el número de nacimientos y el aumento de la esperanza de vida son, por tanto, las causas principales del envejecimiento mundial de la población. Sin embargo, hay un tercer factor que también influye en el cambio estructural que están sufriendo la mayoría de los países: la migración. Aquellos países con flujos migratorios elevados pueden ver su proceso de envejecimiento ralentizarse, al menos temporalmente, ya que los migrantes suelen ser jóvenes en edad de trabajar, los cuales también aportan al rejuvenecimiento mediante su fecundidad. Por otro lado, aquellos países que sufren ese movimiento migratorio, es decir, los que ven sus habitantes abandonar el país, terminan manteniendo la población de mayor edad.

La población de los Emiratos Árabes Unidos, según datos macroeconómicos del periódico *Expansión*, está formada en más de un 80% por inmigrantes. Su porcentaje de personas mayores de 64 años no llega al 2%. Cabe remarcar que es un caso aislado y específico pero los datos son muy representativos.

En Estados Unidos el número de inmigrantes del país representa el 14% de la población, siendo el país con mayor cantidad en el mundo. Europa muestra altos niveles de inmigración también, entre un 10-20% en la mayoría de los países. Son destinos atractivos, en términos generales debido a su desarrollo, oportunidades de trabajo, estabilidad política, libre expresión, calidad de vida...

No obstante, esta influencia migratoria no es suficiente para frenar el envejecimiento poblacional. Podemos concluir entonces que este es un proceso inevitable e irreversible en las sociedades demográficamente avanzadas. Es una consecuencia natural de la transición demográfica, que hace referencia al paso de un régimen demográfico de alta mortalidad y natalidad a otro de baja mortalidad y natalidad.

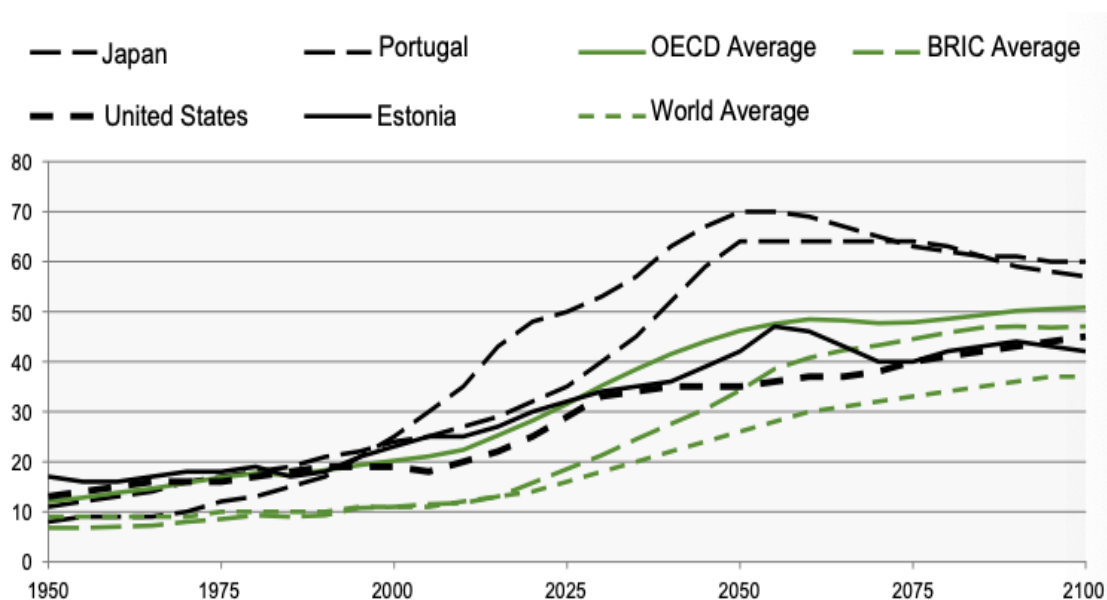
1.4 IMPACTO EN LA ECONOMÍA

Una vez analizados los factores determinantes en el envejecimiento de la población, vamos a examinar las áreas principales en las que se refleja el impacto de esta tendencia.

1.4.1 SISTEMAS DE PENSIONES Y GASTO SANITARIO

La primera consecuencia de cómo el envejecimiento de la población afecta a la economía se puede describir como la brecha entre los jubilados y los contribuyentes a la seguridad social en el corto plazo. Una de las piezas clave del estado del bienestar² que se va a ver completamente afectada es el sistema de pensiones. El funcionamiento del sistema de reparto, el cual predomina en nuestras economías, es sencillo: los actuales trabajadores mantienen a los ya retirados mediante sus contribuciones. Lo que ocurre es que las alarmas se están disparando dado que el número de jubilados aumenta mientras que la población activa disminuye. La tasa de dependencia³ ha aumentado en Europa cerca de un 10% en este siglo, habiendo 32 personas dependientes por cada 100 activos actualmente, y con expectativas de alcanzar una tasa del 45% en 2050 (ver gráfico 1.5). En el Anexo 4 se proyecta el descenso en el número de trabajadores por beneficiado en EE. UU.

GRÁFICO 1.5. TASA DE DEPENDENCIA DE LA TERCERA EDAD



Fuente: <https://www.oecd.org/education/ceri/SpotlightAgeing.pdf>

En España, el organismo mediante el cual se financian estas pensiones es la Seguridad Social. Además de las contribuciones, estos sistemas se financian a través del estado, que realiza aportaciones en nombre de los desempleados. Por otro lado, las pensiones no contributivas son financiadas por el mismo organismo, las cuales pueden devenir de ingresos insuficientes y prestaciones de otro tipo como viudedad, orfandad, maternidad incapacidad...

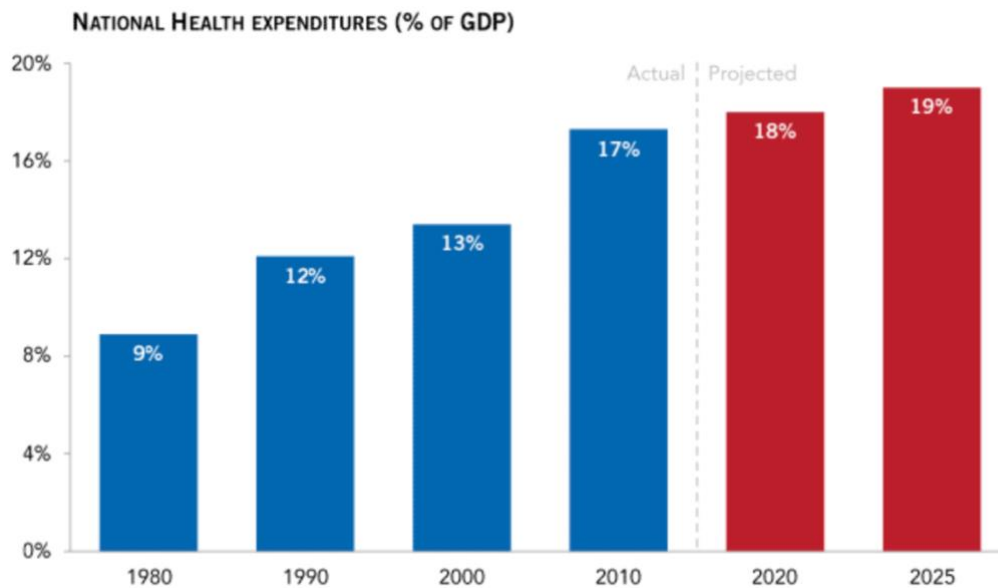
La Seguridad Social ha presentado un déficit en torno al 1,5% del PIB en los últimos años, que se debe fundamentalmente a un aumento muy significativo del gasto en pensiones contributivas, y cuyas expectativas se mantienen negativas de cara a los próximos años. El gasto en pensiones aumentó desde el 7,4% del PIB en 2007 al 10,6% en 2018 debido principalmente al aumento en la tasa de dependencia y a las menores tasas de empleo originadas por la crisis del 2008, que van a verse replicadas por la agravación generada a raíz de la crisis actual, con un descenso en el número de afiliados y por lo tanto en las contribuciones.

Según un estudio realizado por la aseguradora Alemana Allianz, citado en el artículo “las pensiones en España están en una de las peores situaciones del mundo para llegar a ser sostenibles” de *el economista*, en la que utiliza tres subíndices para valorar los sistemas de pensiones de 70 países, que valora aspectos como la sostenibilidad y la generosidad de estos sistemas, España se encuentra en el número 46.

Estados Unidos parte de un sistema de pensiones público ineficiente, ya que se estima que los jubilados deben tener una tasa de reemplazo del 80% de los ingresos para no empobrecerse, una cifra difícil de alcanzar teniendo en cuenta que la pensión pública solo cubre alrededor del 40% del último salario. Un dato que revela la independencia del sistema público a la que se ven sometidos los americanos, es que el 20% de su población continúa trabajando una vez cumplidos los 65 años.

El último informe de la Seguridad Social y Medicare (programa de atención médica a las personas mayores) del país presenta unas expectativas muy negativas en el medio y largo plazo, ya que los costes han superado a los ingresos de estos organismos en 2020 por primera vez desde los 80. Se estima que, si para 2035 no ha habido reformas en el sistema, las reservas se agotarán y no se podrán cubrir los gastos en su totalidad. El coste de ambos programas junto al gasto médico privado supondrá el 19% del PIB para 2025 (gráfico 1.6)

GRÁFICO 1.6. PROYECCIÓN, EN PORCENTAJE DEL PIB, DEL GASTO MÉDICO NACIONAL EN EE. UU.



Fuente: Peter G. Peterson Foundation

El quid de la cuestión está en cómo afrontar las dudas sobre la sostenibilidad de los sistemas de pensiones. Para ello los Gobiernos están considerando diversas opciones. Por ejemplo, plantean un traspaso de gastos “impropios” al Estado, pero esa vía únicamente serviría para trasladar la deuda a otro organismo, en vez de eliminarla. Para evitar una situación en la que las cuantías percibidas por los pensionistas sean menores, dos opciones que pueden tener un impacto positivo real sin alterar las cotizaciones o aumentar los años de cálculo de cotización, son alargar el período de participación laboral y aportar reformas al sistema.

Varios países de la UE han ligado la edad de jubilación a la esperanza de vida, entre otros Italia, Portugal, Dinamarca, y Finlandia. Según la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF), cada año de retraso de la edad efectiva de retiro reduciría el gasto en pensiones en 2048 entre 0,4 y 1,2 puntos porcentuales de PIB. En España se comenzó en 2013 un plan de aumento gradual en la edad de jubilación de 65 a 67 años para 2027; aunque para un periodo de cotización igual a 38 años y medio, los españoles podrán seguir jubilándose a los 65 sin penalizaciones.

Por otro lado, la mayoría de los países están buscando alternativas o reformas en sus sistemas de pensiones. El modelo de Reino Unido sufrió una gran reforma en 2012 basada en dos pilares: las pensiones mínimas estatales (modelo tradicional), y las pensiones privadas colectivas como novedad. Este segundo sistema se reconoce como semiobligatorio, ya que las empresas están obligadas a inscribir el 8% del salario de los trabajadores mayores de 22 años; 3% por parte del empleador, 4% por parte el empleado y 1% aportado por el gobierno en forma de beneficios fiscales. Esta aportación ha ido incrementado desde un 2% inicial debido a una respuesta positiva por parte de los trabajadores, ya que solo un 10% salió del proyecto.

Alemania y Holanda también cuentan con aportaciones equitativas por parte del empleador y empleado. Otros países como Suecia operan con un sistema de cuentas nocionales, que tiene en cuenta todo lo aportado a lo largo de la vida de los trabajadores, y no un periodo fijo de años, con una aportación del 18% de sus ingresos, destinando un 2,5% a su hucha personal. La tasa de reemplazo⁴ alcanza más del 50%. Además, este sistema es famoso por el conocido “sobre naranja”, información anual del Estado a los ciudadanos acerca de sus aportaciones y previsiones de pensión.

Los esfuerzos de las instituciones gubernamentales por asegurar un futuro sostenible de pensiones son positivos pero insuficientes. A modo individual, los trabajadores deben considerar firmemente alternativas de ahorro personal que les permitan gozar de una jubilación parecida a su nivel de vida actual. Los Gobiernos deben fomentar el ahorro e inversión privado mediante ventajas fiscales; y las personas deben analizar los productos financieros disponibles en los que depositar y acumular sus ahorros, que les permitan generar una rentabilidad para al menos no perder capacidad adquisitiva.

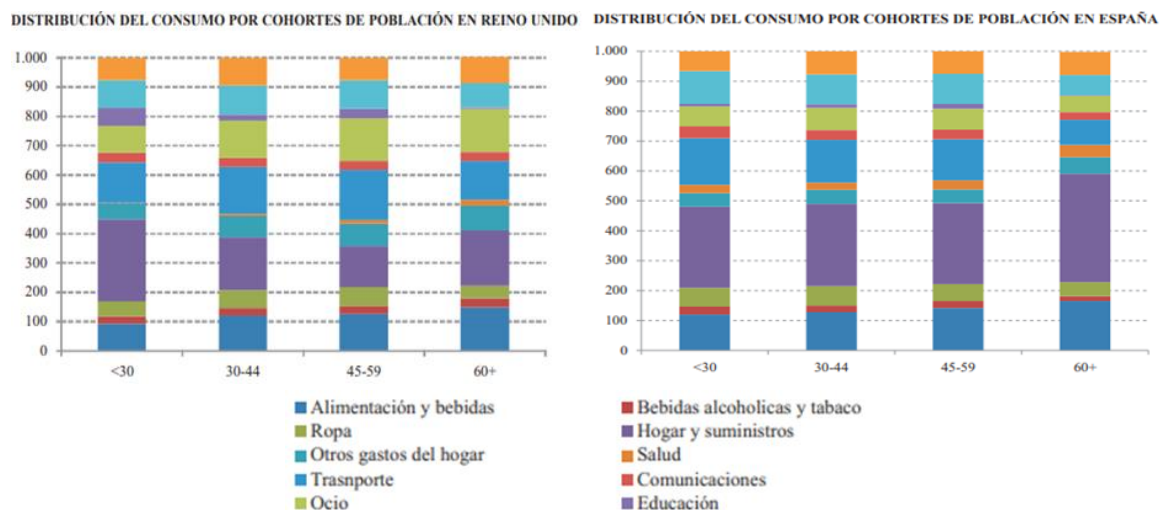
Adicionalmente, el envejecimiento de la población va a provocar un fuerte incremento de la dependencia de los mayores y en la demanda de servicios sociales. Una mayor longevidad está acompañada de una mayor duración de servicios sanitarios per cápita, aunque el incremento en los gastos es difícil de deducir ya que el progreso biotecnológico introducirá tratamientos más eficientes y/o baratos. Hay que tener en mente, que el gasto destinado a las pensiones y sanidad supone una menor disponibilidad de dinero para su uso en otras áreas como la educación, la innovación, la investigación y el desarrollo, la inversión en proyectos y muchas otras que beneficiarían a los países en el largo plazo.

1.4.2 HABITOS DE CONSUMO

Como hemos mencionado anteriormente, a medida que el número de personas mayores aumenta, el de las personas jóvenes lo hace a un ritmo mucho menor. Este hecho es determinante a la hora de explicar los comportamientos de consumo de la población, cuya demanda de productos y servicios se destina a diferentes áreas en función de la edad y, por tanto, variará conforme se produzca este cambio demográfico.

Independientemente de la fase del ciclo de vida en la que una persona se encuentre, su dilema es el mismo: qué dinero quiere destinar al consumo, por un lado, y al ahorro por otro. Por consiguiente, es importante entender que motivos condicionan esa decisión. Sin embargo, aquí el factor edad sí que toma relevancia, ya que las situaciones de ahorro y gasto pueden variar mucho en función del punto en el que uno se encuentra. Una persona joven, un matrimonio, y un jubilado, obviamente asignarán sus recursos económicos a distintos sectores de la economía.

GRÁFICO 1.7. DISTRIBUCIÓN POR EDADES DEL CONSUMO EN REINO UNIDO Y ESPAÑA



Fuente: Eurostat

El gráfico 1.7 refleja una comparativa entre el dinero que se destina a las diferentes áreas económicas para los distintos grupos de edades en Reino Unido y España. De esta manera, y habiendo tomado estos países para el análisis de forma aleatoria, podemos apreciar, por un lado, la disparidad dentro de un país en los objetos de gasto según la edad; y por otro, la diferencia de esta disparidad entre los habitantes conforme al país que pertenecen.

La renta percibida, la madurez, el estado físico, el tiempo libre, las necesidades cubiertas, los activos disponibles y la cultura son algunos de los factores ligados a la relación gasto-edad. De este modo, el envejecimiento de la población incide de forma directa en los sectores de la economía. Por ejemplo, el ocio, la educación, el flujo internacional son áreas que pueden verse más afectadas debido a su dependencia sobre personas que no alcanzan una edad muy alta. Según la zona geográfica y tradiciones de cada país, el gasto se asigna de forma heterogénea, por lo que los agentes económicos han de tener la capacidad de anticipar este cambio en la tendencia poblacional para adaptarse a las necesidades que prevalecen y mantener la competencia.

1.4.3 FUERZA LABORAL

El cambio en el peso de cada grupo de edad tiene una gran incidencia en el mercado laboral. Según datos del Eurostat, la población de adultos trabajadores en Europa entre 55 y 64 años ha aumentado un 15% la última década y aumentará del 15% al 20% en los próximos 20 años. En EE. UU la fuerza laboral mayor de 55 años alcanza casi el 25%. La proporción de mayores de 60 años que para 2050 será activa laboralmente en los países desarrollados habrá aumentado de un 20% a un 33%.

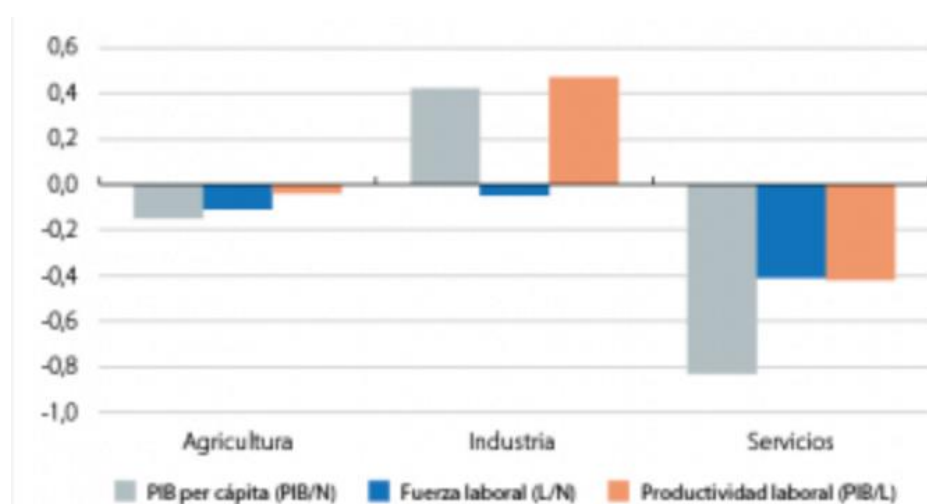
Además de una mano de obra envejecida, el flujo de la población activa va a reflejar un déficit cada vez mayor conforme veamos a las generaciones más mayores alcanzar edades de jubilación que no van a contrarrestarse con entradas de fuerza laboral iguales o superiores en número a las existentes previamente, es decir, una reducción en la fuerza laboral. La población en edad de trabajar lleva una década reduciéndose en Occidente, y en 2070 será un 18% menor en Europa. Los desafíos a los que se enfrenta el mercado laboral consecuentemente recaen sobre la productividad del país y, por ende, en el PIB de éste.

Por lo tanto, el envejecimiento poblacional incide en el mercado laboral, afectando al número de trabajadores y a la productividad. A su vez, estos factores perjudican a partes iguales el crecimiento económico.

Los diferentes grupos de edad tienen distintos niveles de productividad, por lo tanto, ésta va a verse afectada por los cambios en la distribución por edad. Por ejemplo, en España, un aumento del 1% en la proporción de personas mayores de 60 años, reduce en un 0,18% el crecimiento del número de trabajadores per cápita y un 0,21% el crecimiento de la productividad laboral. Si bien es cierto que la productividad aumenta con la edad en una primera etapa, alcanza un nivel máximo a los 40 años aproximadamente y luego disminuye.

El impacto del envejecimiento varía en función de los sectores, como bien muestra el gráfico 1.8. Aquellos relacionados con actividades industriales que requieran una labor más física se pueden percibir como más propensos a sufrir a costa de esta tendencia. Sin embargo, la caída en la productividad es evitable si el desafío sirve como detonante para impulsar la inversión en la automatización de los procesos productivos mediante la implantación de tecnologías y maquinaria que sustituyan algunas funciones de las personas. Por otro lado, las áreas vinculadas a los servicios tienen una mayor proyección decreciente en términos de productividad al requerir participación e interacción humana.

GRÁFICO 1.8. IMPACTO DEL ENVEJECIMIENTO EN FUNCIÓN DEL SECTOR EN ESPAÑA



Fuente: Caixabank Research

La disminución de la población en edad de trabajar necesita verse contrarrestada con mayores incorporaciones en el mercado laboral por aquellos agentes que tienen el interés y la capacidad de hacerlo. La brecha en la proporción de hombres y mujeres con participación laboral sigue siendo amplia a nivel global en Occidente, y más si se consideran únicamente las jornadas completas; pero ésta ha de verse reducida con una mayor participación femenina. A su vez, la inversión en las cualificaciones de las personas con estudios bajos será esencial, ya que, por ejemplo, en el caso de Europa estas personas alcanzan el 10%, y solo la mitad de ellas tienen un empleo. La apertura del mercado laboral a personas de distinto origen es también clave para que éste sea más amplio y se ajuste a los cambios demográficos.

Otro aspecto relevante que deberá considerarse es el anticuado sistema de remuneración que utilizan las empresas, en el que los trabajadores perciben subidas de salario y beneficios a lo largo del tiempo hasta la jubilación, ya que con un incremento tan alto de la proporción de la gente mayor en los puestos de trabajo no será sostenible.

La situación actual del mercado laboral se ha visto, lógicamente, afectada por la crisis provocada por la pandemia. Los confinamientos y las restricciones de movilidad han supuesto la pérdida de trabajo de muchas personas al no permitir a las empresas hacer frente a los mismos costes con una actividad muy inferior. La Unión Europea ha apostado por los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) como mecanismo para paliar las salidas del mercado laboral. En un principio, parecía ser un esquema válido si la crisis duraba poco, ya que las personas se reincorporarían a sus puestos de trabajo de forma inmediata. Sin embargo, la situación se ha alargado mucho más de lo que podían imaginar, con la imposición de medidas restrictivas durante más de un año. El resultado está desembocando en un cambio estructural, acelerando tendencias que venían apretando a los negocios como la digitalización. La recuperación de la economía parece tomar forma de K más bien que de V. Esto significa que mientras algunos sectores se recuperarán y alcanzarán niveles iguales o mejores que los previos a la crisis, otros no volverán a ver su demanda resurgir. De esta manera, la efectividad de los ERTE se difumina ya que la reintegración de los trabajadores no será completa, por lo que las tasas de desempleo podrían incrementarse antes de empezar a ver una recuperación. Estados Unidos no ha hecho uso de mecanismos como el ERTE y pese a perder muchos empleos en un principio, estos se están recuperando más rápido conforme se reactiva la actividad.

1.4.4. INFLACIÓN

El impacto del envejecimiento sobre la fuerza laboral y los hábitos de consumo muestra consecuentemente un impacto sobre la inflación.

GRÁFICO 1.9. RELACIÓN ENTRE LA FUERZA LABORAL Y LA INFLACIÓN



Fuente: BBVA

En el gráfico 1.9 podemos observar como la tendencia bajista en la evolución de la fuerza laboral desde la década de los 80, está acompañada por un descenso progresivo de la inflación hasta situarse en mínimos históricos. Como hemos visto anteriormente, el impacto negativo que tiene el envejecimiento sobre el mercado laboral repercute a su vez en la productividad, ralentizando el crecimiento potencial de los países, el nivel de precios, y por ende la inflación.

Además, las tasas de inversión son menores en los grupos mayores, que destinan su renta al ahorro o a un consumo más básico, mientras que los jóvenes, al tener un mayor horizonte para generar rentas, son más propensos a la inversión y emprendimiento. De este modo, la innovación y la iniciativa empresarial disminuye con una población mas envejecida, y de nuevo afecta a la productividad. ¹ La caída en la productividad tiende a frenar la subida de salarios, es decir la capacidad adquisitiva, generando un estancamiento en los precios y niveles de inflación.

¹ Esta relación será descrita con mayor profundidad en la siguiente sección

2- PRODUCTIVIDAD

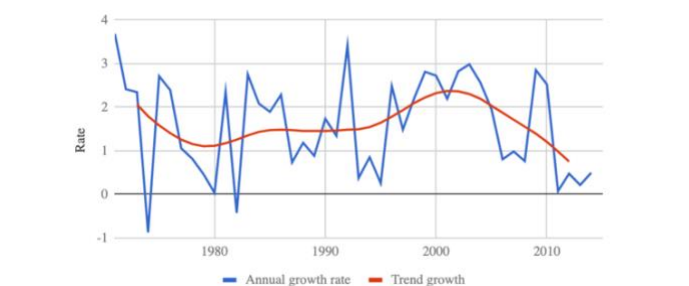
La productividad es una medida económica que calcula cuántos bienes y servicios se han producido por cada factor utilizado (trabajador, capital, tiempo, tierra, etc.) durante un periodo determinado (*economipedia, 2021*).

La productividad es un factor clave en la capacidad que tiene una economía para crecer, generar riqueza y determinar el nivel de vida para un grupo de personas. No depende únicamente de una buena asignación de los factores, sino de la calidad e innovación de los recursos y productos.

La capacidad productiva mide la eficiencia, por lo que el ahorro de costes y tiempo son indispensables para ser productivo. La teoría económica justifica que cuanto mayor sea la productividad, mayor será la producción con un menor coste de los factores. La actividad económica aumentará, así como las rentabilidades. De este modo, la productividad repercute en la remuneración de los trabajadores en concepto de salarios y rendimientos de capital, que crecerán si ésta lo hace. Por el lado contrario, una alta remuneración de los factores de producción, superior a sus niveles de productividad, resultará en un aumento de costes medios, y carencia de competitividad en un entorno en el que la competencia de precios es cada vez más agresiva, provocando pérdida de riqueza y empleo en las empresas y economías menos productivas, así como una cuota de mercado e inversión inferiores a nivel internacional. Los ingresos de las familias dependen de los salarios, y los salarios de la capacidad productiva empresarial, por lo que cuanto mayor sea la diferencia en los niveles de productividad, mayores diferencias habrá también en la igualdad social.

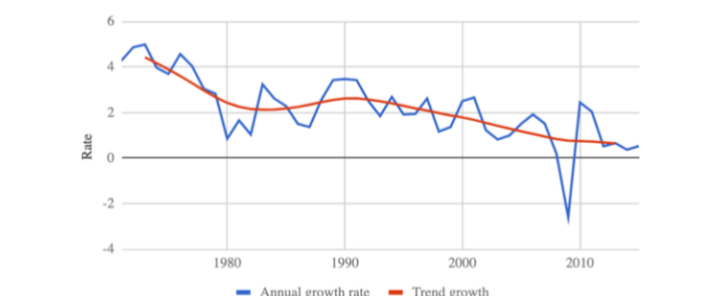
Desde 1970 la productividad se ha ido deteriorando de forma constante en los países desarrollados (ver gráficos 2.1, 2.2, 2.3, 2.4), especialmente desde el comienzo del siglo XXI. De 1950 a 2000 los países ricos/avanzados aportaban un 60% de la producción global. Sin embargo, desde la mitad de la primera década de este siglo, los países emergentes o en desarrollo son responsables de más de la mitad de la producción mundial. Previamente a la pandemia, la Comisión Europea estimaba que para alcanzar un nivel medio de PIB del 1,3% anual hasta 2070, la productividad laboral debería crecer un 1,5% anual de media. En cambio, ésta ha disminuido y no alcanzaba el 1% antes de la crisis.

GRÁFICO 2.1. EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD EN EE. UU



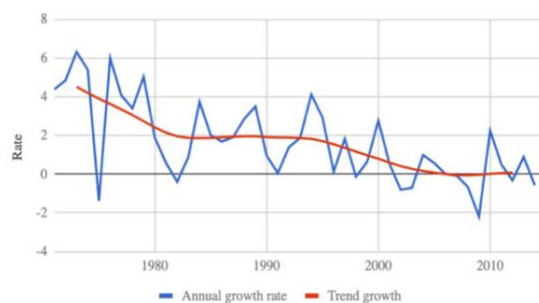
Fuente: OCDE

GRÁFICO 2.2. EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD EN ALEMANIA



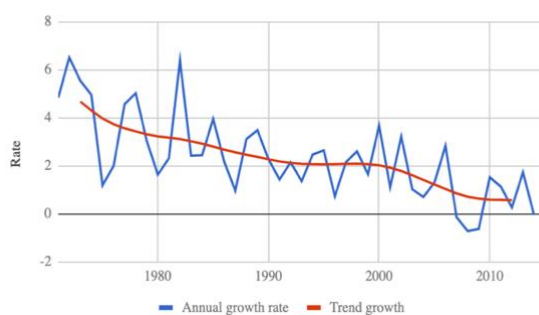
Fuente: OCDE

GRÁFICO 2.3. EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD EN ITALIA



Fuente: OCDE

GRÁFICO 2.4. EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD EN FRANCIA



Fuente: OCDE

En el anexo 4 se observa el mismo declive en la productividad japonesa, una entre las varias negativas semejanzas que Europa está adquiriendo de este país

2.1 FACTORES QUE AFECTAN EL DESCENSO DE LA PRODUCTIVIDAD

2.1.1 ENVEJECIMIENTO Y FUERZA LABORAL

Como hemos visto en la sección anterior, el empleo y la productividad son dos elementos principales que determinan que tendencia seguirá a largo plazo un país. Según un estudio realizado por el Fondo Monetario internacional (FMI), que utiliza una muestra de países europeos de 1950 a 2014, un aumento de 5 puntos porcentuales en la proporción de trabajadores de entre 55 y 64 años resulta en una disminución de la productividad de la mano de obra de cerca del 3%.

En el apartado 1.4.3 hemos visto la relación entre el envejecimiento de la población, la fuerza laboral y la productividad, remarcando cómo los distintos grupos de edad tienen diferentes niveles de productividad; cómo afecta la relación analizada de forma dispar a los sectores económicos; y la importancia de integrar más personas en el mercado laboral para compensar la reducción en el número de trabajadores.

A medida que se produzca un descenso del número de personas que trabajan, la resiliencia económica y el crecimiento de la productividad per cápita adquirirán aún más relevancia, factores también fundamentales para una recuperación sostenible de la crisis.

2.1.2 INVERSIÓN DE CAPITAL

La inversión pública y privada son determinantes para el crecimiento económico, y se debe fomentar desde los Gobiernos.

La inversión pública puede y debe ejercer de motor de la economía, creando infraestructuras de todo tipo como carreteras, puertos y aeropuertos, sistemas de aguas residuales, etc. A su vez, éstas generan empleo, tanto directo como indirecto; favorecen la llegada del turismo; refuerzan la relación entre regiones dentro de los países; proporcionan mejores instalaciones y servicios a la población; y generan condiciones favorables para la inversión privada, que podrá explotar el uso de estas infraestructuras beneficiándose de ellas. La inversión privada es responsable de la creación de empresas, puestos de trabajo, competencia y rendimientos, riqueza, desarrollo, etc. Necesita ser

constante y estar actualizada para proporcionar los recursos más avanzados que requiere cada contexto económico, y progresar acorde a las demandas sociales.

Sin embargo, pese a la importancia que estas inversiones tienen, fruto de la crisis financiera global evidenciamos un vasto descenso tanto en la inversión pública como en la privada. “Las inversiones de las empresas son responsables en gran medida de la caída de la productividad”, reportó el FMI, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) concluía en su trabajo “Macroeconomic rates of return of public and private investment” que la ratio de relación entre inversión y PIB ha caído para la mayoría de los países en Occidente en la última década. La crisis de 2008 provocó el cierre de muchos negocios, y un elevado endeudamiento tanto a nivel empresarial como institucional. Se exigieron condiciones más estrictas para la concesión de créditos bancarios con el fin de evitar los impagos como los de las inversiones inmobiliarias a nivel mundial.

Hoy en día, sigue haciendo falta la innovación e implementación de tecnologías para todos los sectores para que hagan más eficiente el trabajo de las personas, así como es necesario recuperar el gasto recortado en la construcción de infraestructuras. Pero la realidad es una situación de estancamiento en niveles de crecimiento e inversión dados los altísimos niveles de deuda² de los países, originados en gran parte por la crisis de 2008 y muy intensificados por la crisis sanitaria actual.

2.1.3 EMPRESAS “ZOMBI”

Muchos son los que culpabilizan a la merma en la productividad, especialmente en los últimos años, a el tipo de política monetaria flexible que ha permitido llevar a cabo rescates a empresas con poca viabilidad, denominadas empresas “zombi”. Se trata de compañías que durante al menos dos ejercicios presentan un resultado de explotación insuficiente para cubrir los intereses de su deuda, y que mediante la continua refinanciación consiguen sobrevivir en el mercado, siendo su probabilidad de recuperación extremadamente limitada.

² Este concepto será descrito con mayor profundidad en la siguiente sección.

Las empresas zombis no son capaces de cubrir sus gastos financieros con sus beneficios operativos pese a encontrarnos en una situación de tipos de interés en mínimos históricos desde hace una década, es decir financiándose de forma más barata que nunca. El anexo 5 muestra la evolución del número de este tipo de empresas en todo el mundo. Durante el tiempo adicional que operan transmiten gran parte de los problemas financieros a sus proveedores a través del riesgo de crédito, imposibilitan la financiación de otros proyectos en especial de start-ups, y generan un descenso en la cifra general de productividad.

La Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) destacó que, si el número de empresas zombi hubiese sido el mismo que antes de la crisis de 2008, España e Italia hubiesen visto aumentar la productividad total de los factores⁵ (PTF) 1 y 0,7 puntos porcentuales respectivamente, mientras que en el resto de la OCDE habría sido 0,5 puntos porcentuales mayor de media. Tras el covid-19 el número en España se ha duplicado representando el 17,9% del tejido empresarial español, mientras que en Estados Unidos los niveles de deuda por parte de estas empresas no productivas han aumentado un 280% desde antes de la pandemia.

Para evitar que estas compañías sigan incrementando, no se debería mantener un apoyo monetario generalizado a todas las empresas, sino dejar caer aquellas empresas que no tengan viabilidad real para que se puedan asignar los recursos de forma mas eficiente.

2.1.4 IMPLEMENTACIÓN DE TECNOLOGÍAS

Los datos macroeconómicos muestran que, pese al progreso tecnológico, la productividad mundial no se acelera. ¿Qué puede justificar la falta de correlación entre las dos variables? Algunos razonamientos que buscan explicar porque no ocurre un progreso simultáneo entre tecnología y productividad, explican por un lado, que los avances tecnológicos actuales no pueden tener un efecto positivo tan notable sobre la productividad como aquellas revolucionarias innovaciones del pasado como la electricidad y el automóvil; y por otro, que las tecnologías disruptivas como su nombre bien indica, requieren un proceso de aprendizaje de su metodología, por lo que los trabajadores deben adaptarse a los sistemas nuevos y llevar a cabo una transición, que a corto plazo puede suponer una pérdida de productividad.

De modo que ese proceso de adaptación manifiesta una demora en el alza de la productividad. Un impacto positivo que ha generado la pandemia es la agilización que se ha producido en la digitalización de las empresas, acelerando una tendencia que venía apretando, y garantizando la actividad de muchas compañías en tiempos de covid-19. Sin embargo, sus efectos sobre la productividad general tardarán en revelarse, aunque en el largo plazo se espera que ésta rebote.

2.1.5 OTRAS TEORÍAS

Otra posible causa es que simplemente no estamos calculando la productividad de manera apropiada, lo que se conoce por estadísticos y economistas como “error de medida”. Calcular la producción por hora trabajada para áreas manufactureras es sencillo, sin embargo, calcular la producción del sector servicios no es tan simple. El incremento en los servicios y tecnologías cuyo valor añadido es difícil de calcular refuerza este argumento; y es que, ¿como se puede medir la productividad de un trabajador de Facebook, de un recepcionista, o de un cajero?

Finalmente, hay que tener en cuenta las trabas que estipulan las autoridades reguladoras a la hora de emprender cualquier actividad, ya que puede llevar años conseguir permisos para iniciarla. Cada vez más industrias están siendo menos competitivas conforme se fortalecen las barreras reguladoras, y el resultado refleja menor creación de empresas y grandes beneficios para las existentes, pese a bajo niveles de inversión.

2.2 VISTA AL FUTURO

Si aspiramos a mantener nuestra trayectoria de crecimiento y bienestar, necesitamos hacer un esfuerzo colectivo para diseñar nuevas acciones, programas y políticas públicas innovadoras que nos ayuden a mejorar la productividad.

Educación y tecnología son dos pilares clave para recuperar los niveles de productividad. La recualificación de los trabajadores y la adopción de programas de formación continua serán clave para salir bien parados de una revolución tecnológica que va a ser constante. Según la OCDE, la supervivencia del 32% de los puestos de trabajo depende de ello.

Asimismo, si somos capaces de evitar grandes recesiones económicas, como las dos últimas vividas recientemente, la productividad se recuperará en parte de forma natural.

3- CRECIMIENTO DESACELERADO Y DEUDA PÚBLICA

Japonización europea. Ese es el término tan temido que lleva resonando durante la última década en la eurozona, y del que en parte tampoco se salva Estados Unidos. Este hace referencia a un bajo crecimiento económico, baja inflación, alta deuda pública, política monetaria extremadamente expansiva fijando tipos de interés en niveles cercanos a cero e incluso negativo en algunos casos, y compras de deuda masivas por parte de los bancos centrales; el contexto económico en el que está inmerso Japón desde la década de los 90.

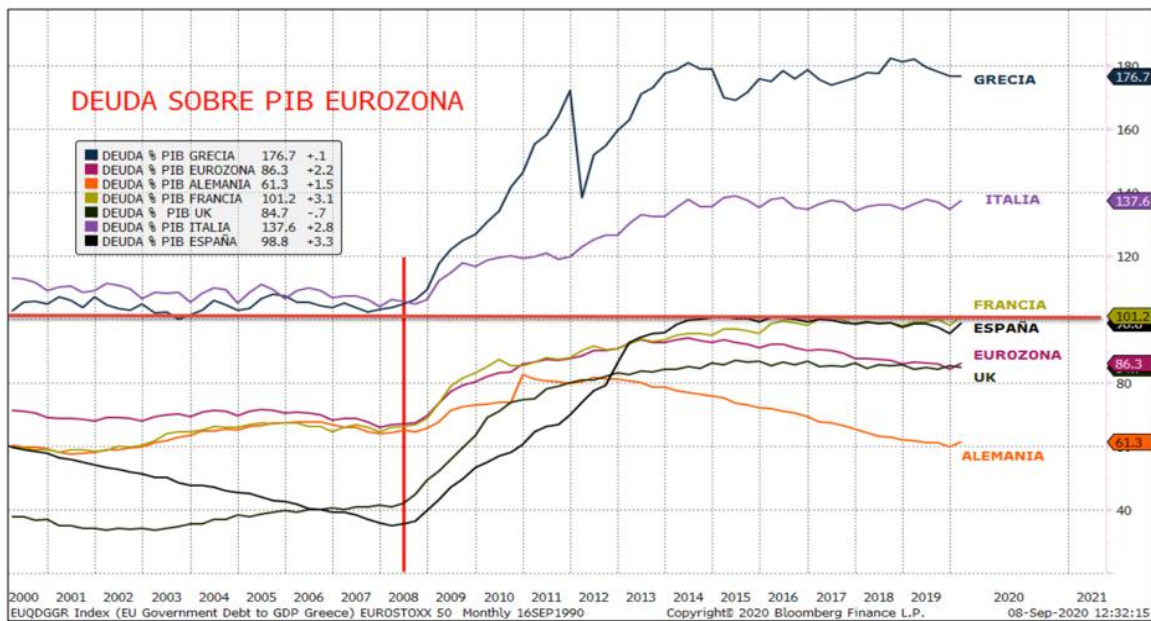
Hemos visto como las implicaciones económicas que tienen tanto el envejecimiento poblacional como la merma en la productividad lastran el crecimiento económico y son responsables de este desaceleramiento de la economía, aún mas amenazado por las tensiones comerciales y geopolíticas, y que se refleja en el PIB. El producto interior bruto (PIB) es un indicador económico que refleja el valor monetario de todos los bienes y servicios finales producidos por un país o región en un determinado periodo de tiempo, normalmente un año, y se utiliza para medir la riqueza que genera un país (*economipedia*, 2021). Tal y como recoge el periódico “El expansión” en su sección de datos macro (anexo 5), la eurozona ha crecido de media anual en términos de PIB un 1,35%, sin tener en cuenta la caída del 6,6% post-pandemia. Y es que además los niveles de deuda en los que hay que incurrir para generar una unidad de PIB nunca habían sido mayores.

3.1 NIVELES DE DEUDA PÚBLICA

El pacto de la estabilidad y de crecimiento adoptado por los miembros de la Unión Europea en 1997 recoge que los países deben mantener un nivel de deuda sobre el PIB que no supere el 60%. No obstante, lejos quedan los años en los que los integrantes conseguían cumplir con ese criterio.

El gráfico 3.1 muestra que Italia y Grecia, cuyos niveles de PIB se han mantenido iguales y han disminuido respectivamente desde la entrada en funcionamiento del euro hasta antes del covid-19, arrastran un porcentaje deuda sobre el PIB de más del 100% desde hace más de 20 años, suponiendo las mayores cargas para las instituciones europeas. Sin embargo, el punto de inflexión en términos generales llegó, como su nombre bien indica, con la crisis de la deuda soberana. Podemos observar un crecimiento exponencial de la deuda de todos los países después de 2008, habiéndose duplicado para muchos de ellos.

GRÁFICO 3.1. EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN LOS PAÍSES EUROPEOS HASTA ENERO DE 2020



Fuente: Alberto Espelosín, estrategia de otoño 2020 Abante

Dos datos destacables que podemos observar son la capacidad de Alemania para corregir la recesión y ser de los pocos miembros de la zona euro en recuperar los niveles de deuda conforme a los límites pactados; y que España era el país menos endeudado antes de la crisis de 2008, con cifras inferiores a la mitad de la media de los países de la eurozona. Quien nos iba a decir que algo más de 10 años después la deuda pública alcanzaría niveles no vistos desde 1902 y pasaríamos a ser uno de los países más endeudados con una ratio de deuda sobre PIB de más del 120%. Y es que la pandemia ha sumido a la Unión Europea y Estados Unidos, así como los países menos desarrollados, en una crisis sin precedentes. Estos déficits, que ya se concebían como grandes según los estándares históricos, se han incrementado como consecuencia de la interrupción económica y las respuestas fiscales y monetarias. La deuda pública de la zona euro se situó en casi el 100% a finales de 2020, casi un 15% más que la misma fecha un año anterior. El top 3 de países con mayor ratio de endeudamiento lo conforman Grecia que alcanza el 200%, Italia con el 155% y Portugal con el 130%. Por su parte la deuda pública de Estados Unidos se eleva al 102% del PIB, y supone que supere por primera vez el tamaño de la economía del país para ese año (2020).

3.2 EMISIÓN Y COMPRA DE DEUDA

¿De dónde provienen los recursos económicos que permiten a los Estados endeudarse sin aparentes límites? Los bancos centrales son los responsables. Partiendo del concepto de que las crisis son temporales y hay que usar todos los mecanismos a disposición para minimizar sus efectos, la Comisión Europea y la Reserva Federal autorizan el término conocido en Europa por la famosa declaración en 2012 de Mario Draghi, expresidente del Banco Central Europeo (BCE) y actual presidente del consejo de ministros de Italia, del “whatever it takes”, es decir, la inyección en la economía de “tanto dinero como se necesite”, que ocho años después ha vuelto a retumbar.

Los bancos centrales establecen las políticas monetarias, y su objetivo cuando éstas son tan expansivas no es otro que el de reactivar la economía. Como hemos visto anteriormente, cuando ocurren periodos de crisis a los que además se les suman un conjunto de tendencias que repercuten negativamente en el crecimiento económico, los países recurren a las grandes instituciones en busca de soporte. Si las recesiones son de gran magnitud, por un lado, estos reciben ayudas directas en concepto de fondos de recuperación; y, por otro lado, los bancos centrales llevan a cabo una compra masiva principalmente de bonos del estado.

Para mitigar el impacto que puede tener a largo plazo el endeudamiento de los países, estas instituciones que controlan las políticas económicas dictaminan unos tipos de interés, un interés sobre la deuda, cercanos a cero, de modo que los estados pueden financiarse de manera prácticamente gratuita. Ahora, para permitir una financiación tan barata, las naciones y sus bancos comerciales deben cumplir con una serie de condiciones. Los gobiernos, deberán plantear unos planes de recuperación y seguir ciertas pautas exigidas, mientras que los bancos, también financiados con intereses bajísimos, deberán actuar de la misma manera haciendo llegar ese dinero verdaderamente a la economía y prestándolo a las personas en escenarios igual de asequibles. De lo contrario, y en caso de tener exceso de liquidez por no ser capaces de hacer fluir el capital, son penalizados.

3.3 INSTRUMENTOS Y PROGRAMAS PARA LA DEUDA

Los instrumentos de financiación más usados por el Banco Central Europeo en la última década son los TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) y LTRO (Longer-Term Refinancing Operations).

El primero son préstamos con costes ventajosos condicionados a que sostengan el crédito de las empresas y las familias, de modo que los bancos sean menos reacios a la concesión de préstamos. Este instrumento favorece que la economía se beneficie de la política monetaria, permitiendo financiar las inversiones de las empresas y el gasto de las familias.

El segundo es un instrumento de financiación a largo plazo también, pero éste no tiene un carácter condicional en sus préstamos a los bancos y su objetivo también es la compra masiva de títulos de deuda tanto pública como privada en el mercado secundario.

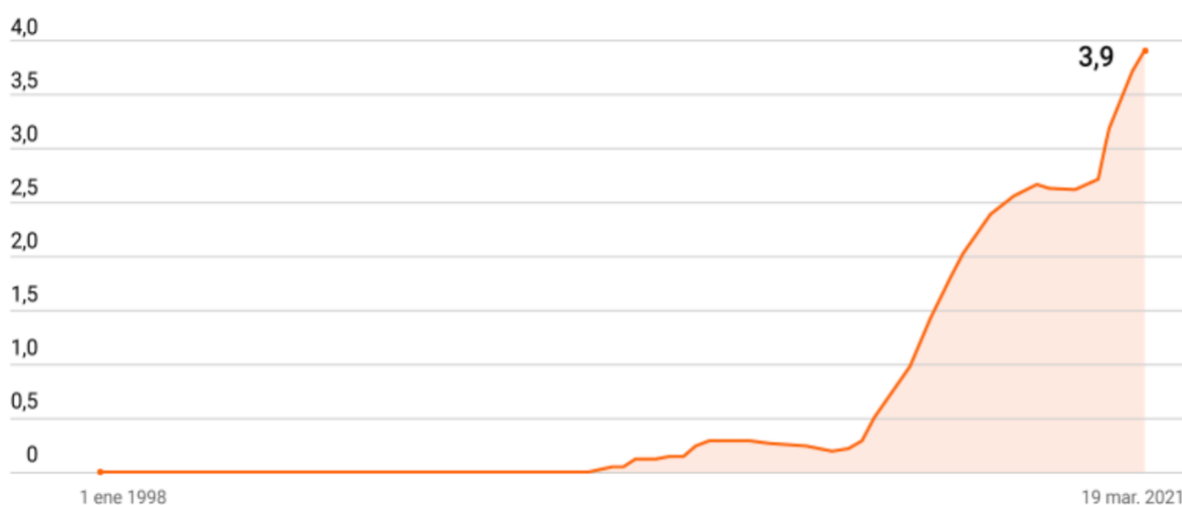
Otro programa de estímulos usado por el BCE, pero sobre todo por la Reserva Federal estadounidense (Fed) y el Banco de Japón es el quantitative easing, o expansión cuantitativa en español. Su elemento primordial es la compra de deuda, pública principalmente, en cantidades muy elevadas con el objetivo de que, al aumentar la demanda de este activo, su rentabilidad de cara al inversor baje, y se ejecuten emisiones de deuda baratas para los estados.

La Reserva Federal de Estados Unidos ha llevado a cabo desde 2008 cinco operaciones de quantitative easing, la última anunciada en marzo de 2020 por un valor de 700.000 millones destinada a la compra de bonos del tesoro y activos respaldados por hipotecas. En el verano de ese mismo año la cifra de activos de los libros de la institución alcanzaba los 2 billones de dólares. Para mayo de 2021 han sido tres los paquetes de ayudas que ha otorgado el país, provocando un aumento interanual del balance de la Fed del 90% hasta totalizar 7,8 billones de dólares (trillones americanos).

Los dos programas en activo que utiliza el BCE para la compra de bonos son el Asset Purchase Programme (APP), el cual no tiene fecha de vencimiento ni un tamaño concreto, que obtiene bonos por valor de 20.000 millones semanales, y que acumula mas de 3 billones de compra; y el Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), un programa dotado de 1,9 billones de los que todavía se pueden usar 850.000, el cual caduca en 2022 y tiene más flexibilidad para decidir la cantidad y el tipo de bonos que compra.

Como podemos observar en el gráfico 3.2, la compra de bonos por parte del BCE asciende a los 4 billones, prácticamente adquiridos en su totalidad en la última década. Si a la compra de bonos se le suman los otros mecanismos de financiación recién mencionados, el balance total del BCE alcanza los 7,3 billones de euros, el equivalente al 63% del PIB de toda la zona euro. Cuando los bancos centrales compran deuda pública de los Gobiernos o emiten créditos, el tamaño de su balance se incrementa. En el lado del activo se contabiliza el valor de la compra, y en el pasivo la deuda contraída. El balance del BCE se ha multiplicado por 7 desde 2005.

GRÁFICO 3.2. COMPRA DE BONOS DEL BCE EN BILLONES DE EUROS



Fuente: El economista

3.4 RESULTADOS INCOHERENTES

¿Cómo es posible que haya un crecimiento económico tan moderado si los países disponen de barra libre de dinero? Esto se debe mayormente a que los recursos se han tenido que destinar a paliar los efectos catastróficos de las dos últimas crisis y no a la inversión o mejora de la productividad. Además, si bien los niveles estratosféricos de deuda que alcanzan los países se deben principalmente a las dos últimas recesiones, no son las únicas en absorber los fondos. Como hemos visto anteriormente, otra gran fuga de escape de recursos es la de los sistemas de pensiones que cada vez requieren de mayor financiación debido al envejecimiento poblacional.

4- MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados financieros son un espacio que puede ser físico o virtual, a través del cual se intercambian activos financieros entre agentes económicos y en el que se definen los precios de dichos activos (economipedia, 2021). Mediante estos espacios los distintos agentes económicos llevan a cabo dos funciones principales, la inversión y la financiación. Aquellos agentes que disponen de un exceso de liquidez llevan a cabo la inversión con la esperanza de recibir una rentabilidad por ella, facilitando esos recursos económicos a aquellos que requieren la financiación, los cuales, a priori, ofrecerán una compensación monetaria a cambio.

La compra de deuda pública mencionada en el capítulo anterior se lleva a cabo mediante estos mercados. Dado el tipo de activo involucrado en esta compra por parte de los Bancos Centrales, aquellos mercados que se ven afectados inicial y directamente son los de renta fija.

4.1 MERCADOS DE RENTA FIJA Y TIPOS DE INTERÉS

Los mercados de renta fija negocian activos financieros que han sido emitidos por organismos públicos y empresas. Estos activos tienen un nominal, es decir una cantidad inicial que representa el valor del título, y que supone el desembolso por parte del inversor. La rentabilidad obtenida, como su nombre indica, es un porcentaje fijo sobre este nominal, y variará en función de la calidad crediticia de los deudores, es decir, mayor rentabilidad deberá ofrecerse a mayor riesgo de crédito⁶. Una de las diferencias principales con respecto al mercado de renta variable es que se conoce la rentabilidad que va a obtenerse previamente a la inversión. Estos activos principalmente son bonos y obligaciones, cuya diferencia reside en la duración, es decir, en el tiempo que transcurre hasta que se recupera el nominal, más los intereses pagados a lo largo del periodo. Una vez emitidos en el mercado primario, se negocian en el mercado secundario.

Dado que los mercados financieros se rigen por la ley de la oferta y la demanda, los efectos serán contrarios entre si dependiendo de cual de las dos partes tenga más peso. Cuando la demanda de renta fija aumenta, véase la de un bono de un Gobierno, su rentabilidad disminuye, ya que hay mas inversores dispuestos a comprar y, por lo tanto,

los emisores pueden ofrecer una rentabilidad menor a cambio. Al mismo tiempo cuando la rentabilidad cae, los precios de aquellos bonos que ya se negociaban en el mercado aumentan, ya que estos ofrecen una mayor rentabilidad que la ofertada actualmente en el mercado.

Esta relación causa efecto se refleja claramente en la evolución de la Tasa Interna de Retorno⁷ (TIR) de deuda pública en la última década. La causa se atribuye a la “barra libre” de financiación por parte de los Estados. Estos cuentan con el mejor prestador posible, que mediante sus compras masivas y una demanda incesante arrastra la TIR, o coste de financiación en caso de los deudores a niveles cercanos a cero.

En el gráfico 4.1 y 4.2 observamos la evolución de la rentabilidad del bono americano o “10 year T-note Treasuries” y el bono alemán o “bund” a 10 años (duración del bono), los más conocidos a nivel mundial y las referencias en la prima de riesgo⁸ con respecto al resto de países, al considerarse los deudores de mayor calidad. Si observamos el rendimiento del bono alemán nos encontramos con una rentabilidad negativa de cara al inversor desde el 2019, una situación que nunca había ocurrido en toda la historia financiera. Toda presunción y lógica de que para ser financiado hay que pagar unos intereses por ello queda retratada. Los Gobiernos no solo se financian gratuitamente, sino que tiene que devolver una menor cantidad.

GRÁFICO 4.1. EVOLUCIÓN DEL RENDIMIENTO DEL BONO AMERICANO A 10 AÑOS



Fuente: Investing

GRÁFICO 4.2. EVOLUCIÓN DEL RENDIMIENTO DEL BONO ALEMÁN A 10 AÑOS



Fuente: Trading Economics

Alemania no es el único país cuyos rendimientos están por debajo de cero. España entre otros, también ha visto recientemente la entrada en números negativos de la rentabilidad de su deuda pública, a raíz de la última crisis. Los expertos dicen que esta situación no se revertirá hasta al menos la próxima década, ya que los Bancos Centrales van a tener que seguir inyectando dinero en la economía para hacer frente a los desafíos mencionados a lo largo de este trabajo.

Por otro lado, la banca también se ha visto forzada a disminuir el tipo de interés que ofrecía a sus clientes por los depósitos. En el capítulo 3 hemos mencionado como los instrumentos usados por los Bancos Centrales para financiar a los bancos nacionales a coste prácticamente simbólico requieren por parte de los últimos un traspaso de esos fondos a la economía real: a familias y empresas. Al estar penalizados por el exceso de liquidez que mantengan en sus cuentas, no tener la capacidad de transferir el dinero esperado a estos agentes económicos debido a la falta de iniciativa de gasto e inversión, y ya de por si tener que ofrecer préstamos a intereses muy bajos, los bancos se han visto obligados a empezar a cobrar a sus clientes comisiones, desde gastos relacionados con la cuenta corriente, hasta rentabilidades negativas por sus depósitos para generar beneficios.

Las consecuencias que acarrearán el poco atractivo de las rentabilidades del mercado de renta fija para los inversores, o de tener su dinero inmóvil en la entidad bancaria generando pérdidas de dinero se ven reflejadas en el mercado de renta variable.

4.2 MERCADO DE RENTA VARIABLE

Los mercados de renta variable son las Bolsas de Valores, un espacio en el que los ahorradores financian a empresas cotizadas mediante la compra de sus acciones, convirtiéndose en accionistas. Estas acciones les otorgan unos derechos, entre ellos recibir un dividendo. A diferencia del mercado de renta fija en estos mercados no se conoce la rentabilidad de antemano y varía en función de la evolución de las empresas y del propio mercado. Realmente las acciones son el activo de renta variable más común, el activo más conocido y utilizado para la inversión, pero existen otros activos como las divisas o las materias primas mediante los cuales los inversores pueden obtener una rentabilidad, también variable y desconocida.

Debido a la fluctuación de la cotización de precios de los activos de renta variable, los inversores pueden llevar a cabo dos tipos de operaciones: inversión a largo plazo, la financiación a empresas obteniendo dividendos; o especulación, que busca obtener beneficios a corto plazo mediante la diferencia de precios, es decir, que el precio de venta sea mayor que el de compra.

Normalmente aquellos inversores que buscan una rentabilidad mayor acuden a los mercados de renta variable, ya que las potenciales ganancias son mucho mayores que en el de renta fija. Si a esto se le suma los bajísimos o nulos rendimientos que ofrece el mercado de renta fija actualmente, esto provoca que el atractivo de la renta variable sea mucho mayor. Debido al término denominado como “TINA” o “There Is No Alternative”, que quiere decir que no hay alternativa rentable a la renta variable, se ha producido un estrechamiento en la prima de riesgo de los inversores, es decir, estos están dispuestos a asumir riesgos que no hubiesen llevado a cabo en circunstancias normales.

En el gráfico 4.3 podemos apreciar el distanciamiento entre las rentabilidades medias, especialmente desde la crisis de la deuda soberana, que dan las carteras compuestas por renta fija (línea verde) y por renta variable (línea morada), así como una cartera compuesta (línea azul) por un 60% de renta variable y un 40% de renta fija. Analizando el conjunto de la gráfica observamos como los inversores de hoy en día han de tomar riesgos muchísimo mayores al tener que destinar su dinero a la renta variable para optar a una rentabilidad prácticamente igual que en la década de los 90 para la renta fija.

GRÁFICO 4.3. EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD REAL DE LA RENTA VARIABLE Y LA RENTA FIJA (TENIENDO EN CUENTA LA INFLACIÓN)



Fuente: Abante Asesores

De este modo encontramos activos sustitutivos a los que recurren los inversores adicionales a las acciones, como bonos de calidad crediticia muy baja conocidos como “high yield”, que significan alto rendimiento debido a su riesgo de impago; fondos de inversión en proyectos más inciertos como infraestructuras o private equity, que invierten en la transformación de empresas con el objetivo de que prosperen y obtengan altas rentabilidades; e incluso en la nueva moda de activos de inversión como son las criptomonedas.

Este último, que Kenneth Rogoff, antiguo economista jefe del Fondo Monetario Internacional, y al igual que muchos otros, define como activos sin valor intrínseco, cuyo elevado precio es una burbuja producto de los bajos tipos de interés y de la búsqueda ansiosa de los inversores por lograr rentabilidad en los mercados, son un ejemplo de la desesperada búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores en activos que incluso ni conocen o entienden su funcionamiento, añadiendo más riesgo aún a su inversión.

4.2.1 PLATAFORMAS DE INVERSIÓN

El desplazamiento a la renta variable se ha visto reflejado en las distintas plataformas de brókeres, intermediarios financieros mediante los cuales los inversores llevan a cabo sus operaciones.

Si hay compañías beneficiadas tras la pandemia, esas son las de brokeraje. Cuatro de los principales intermediarios presentes en España: IG, CMC Markets, XTB y FlatexDeGiro, que cotizan en las bolsas de valores europeas, han visto su valor bursátil aumentar un 80% en el último año, sumando entre ellas una capitalización de 7.440 millones de euros. Además, estos cuatro brókeres obtendrán un beneficio medio 2,4 veces superior al del año anterior.

XTB, es la máxima ganadora entre estas plataformas, habiendo visto su beneficio aumentar un 571%, su capitalización multiplicarse por cuatro, y habiendo captado los mismos clientes que en los últimos seis años juntos. Y es que los nuevos clientes que han adquirido los cuatro brókeres durante la pandemia representan un tercio del total de usuarios actuales.

4.2.2 MÁXIMOS HISTÓRICOS

El indicador mas claro de la burbuja que se está acumulando y que no sabemos cuando explotará, son las puntuaciones de los mercados, que se encuentran en máximos históricos. Parece irónico que tras haber pasado una pandemia cuyo efecto sobre el tejido empresarial ha sido devastador en prácticamente todas las áreas debido a la imposibilidad de llevar a cabo sus actividades, muchas empresas hayan recuperado sus valoraciones pre-covid-19, y muchas otras nunca las hayan visto tan altas como ahora. Esto se debe a que junto a los factores relacionados con la renta fija que ya hemos analizado, desde que se anunció la efectividad de las dos primeras vacunas los inversores han descontado una recuperación que tardará años en completarse.

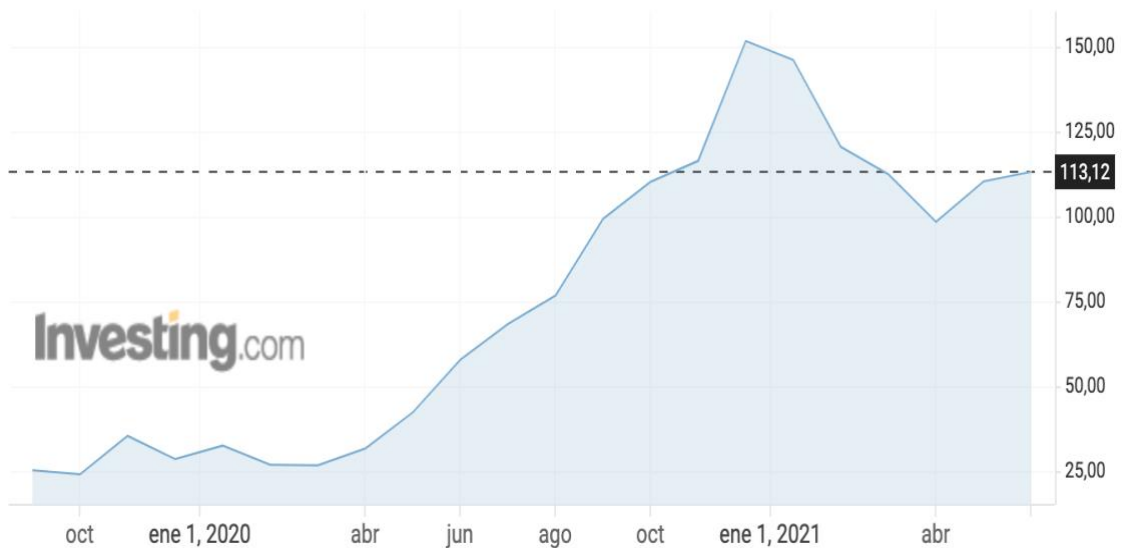
Por un lado, ya durante la pandemia hemos presenciado un auge especialmente pronunciado en las empresas “growth”, que son aquellas que los inversores consideran con un alto potencial de crecimiento, y entre las que se encuentran las tecnológicas. Dado que principalmente son las únicas que han requerido y podido ofrecer un alto servicio a las personas, estas han sido las más atractivas para los inversores, disparando sus precios por encima del 100% y 200% comparado con sus cotizaciones previas. Dos ejemplos entre muchos de este crecimiento del sector podemos observarlos en el gráfico 4.4 y en el gráfico 4.5. Estas dos empresas que han crecido mas de un 400% son Zoom, dedicada a la video comunicación, y Peloton dedicada a equipos de ejercicio y medios de comunicación.

GRÁFICO 4.4. EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DE ZOOM



Fuente: Investing

GRÁFICO 4.4. EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DE PELOTON



Fuente: Trading Economics

Una forma de valorar cuando una empresa esta sobre ponderada es el Price Earning Ratio (Ratio Precio-Beneficio). Este es un indicador que mide cuanto tiempo tardaría un inversor en recuperar su dinero invertido en una empresa dividiendo el precio de compra entre el beneficio por acción. Cuanto menor sea el resultado fruto de la división menor será el tiempo que se necesitará en recuperar el desembolso y generar ganancias. El escenario ideal para una empresa es una ratio PER entre 10 y 15. En el caso de Peloton Interactive su PER hoy en día es 169, mientras que el de Zoom es 126. Estos son tan solo dos ejemplos que representan la situación general del mercado.

Si analizamos los índices nos encontramos a las bolsas de Estados Unidos en máximos históricos desde noviembre de 2020 e incrementando cada mes. El Dow Jones cotiza sobre los 34.000 puntos; el Nasdaq sobre los 14.000 y el S&P 500 sobre los 4.200. Ya en febrero saltaron las alarmas cuando el indicador Buffet, que mide la relación entre la capitalización conjunta de todas las empresas cotizadas en Wall Street y cuyo nombre proviene de uno de los mayores referentes en el mundo de la inversión, se situaba en un 228%, 17 puntos mayor que en el pico de la burbuja.com, que acabó en un desastre brutal. En el anexo 7 se muestra como 4 meses después, en junio, el indicador sigue marcando máximo tras máximo.

En Europa el Eurostoxx cotiza sobre los 4100 puntos, niveles no vistos desde antes de 2007, el DAX alemán está en máximos históricos sobre los 15700 puntos, y el resto de las bolsas europeas acumulan rentabilidades por encima del 50% desde noviembre.

La renta variable es impredecible y sensible a cualquier evento tanto macroeconómico como microeconómico, así como susceptible a cualquier declaración de un referente en el área. Lo único que parece inminente es que en algún futuro cercano no podrá seguir soportando la “carga” actual.

5- CONCLUSIÓN

El objetivo de este trabajo ha sido realizar un análisis macroeconómico en Occidente, analizando y entendiendo los mayores desafíos a los que se enfrentan las economías avanzadas, y relacionando el impacto que estas dificultades están provocando.

El envejecimiento de la población plantea una serie de retos importantes que deberán enfrentarse con planes de consolidación fiscal, reformas estructurales, políticas de participación laboral y grandes tasas de ahorro entre otros. Además, la caída en la productividad que esta tendencia demográfica ha generado junto con un estancamiento en el crecimiento económico deberá ser reconducida con una asignación eficiente de los recursos económicos, fluyendo realmente a la economía y destinándose a inversiones competentes a largo plazo, más que únicamente a la mitigación de las recesiones. Para ello y especialmente tras la última crisis, los gobiernos van a tener que seguir haciendo uso de altísimos niveles de deuda que deberá ir reduciendo progresivamente hasta recuperar los ideales acordados entre países para que el endeudamiento sea sostenible. La inyección de liquidez que están soportando las economías empieza a despertar el temor de la inflación, que de momento se mantiene estable, pero empieza a verse amenazada por las subidas de precios de las materias primas. Ante las expectativas de un aumento general de los precios, los inversores de renta fija demandarán unos tipos de interés más altos para que sus inversiones ya poco rentables no se vean descompensadas por la inflación, como ya está ocurriendo en Estados Unidos. Por último, los inversores de renta variable deben ser conscientes del optimismo ciego al que no cesan de sumarse y abandonar la ola de la “manada”, el movimiento inconsciente y sin fundamento que arrastra a las personas a activos de riesgo ya sobrevalorados.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AFONSO, Antonio & ST. AUBYN, Miguel. (2008). “Macroeconomic rates of return of public and private investment”. *European Central Bank. No 864*, pp.5-25.

AGENCIAS. (2021). “El Senado de EE. UU. aprueba el plan de estímulo económico de 1,9 billones”. *La vanguardia*. [online]. Available <https://www.lavanguardia.com/politica/20210306/6264896/estados-unidos-coronavirus-economia.html> accessed: [06/05/2021]

AIYAR, Shekhar & EBEKE, Christian & SHAO, Xiaobo. (2016). “El envejecimiento de la fuerza de trabajo en la zona del euro frena el crecimiento”. *Diálogo a fondo*. [online]. Available: <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=6705> accessed: [06/04/2021]

ANDBANK. (2013). “¿Qué es el LTRO?”. *Andbank*. [online]. Available: <https://www.andbank.es/observatoriodelinversor/que-es-el-ltro/> accessed: [12/05/2021]
ARCE, Óscar. (2019). Envejecimiento y pensiones: situación, perspectivas y retos. *BBVA*, pp 1-4.

AYUSO, Mercedes & HOLZMANN, Robert. (2014). “Longevidad: Un breve global y actuarial”. *BBVA*, pp 1-14.

BALSA, Diego. (2017). “El crecimiento de la población, clave para la inflación”. *BBVA*. [online]. Available: <https://www.bbva.ch/noticia/el-crecimiento-de-la-poblacion-clave-para-la-inflacion/> accessed: [08/03/2021]

BANCO CENTRAL EUROPEO. (2021). “¿Qué son las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO)?”. *Banco Central Europeo*. Available <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/ltro.es.html> accessed: [11/05/2021].

BANERJEE, Ryan & HOFMANN, Boris. (2020). “Corporate zombies: Anatomy and life cycle”. *Bank for international settlements*, pp 1-31.

CARRIÓN, Miguel. (2019). “Tipos hundidos, bonos bajo cero, alta deuda pública: la eurozona está japonizada”. *El diario*. [online]. Available: https://www.eldiario.es/economia/eurozona-japonizada-desjaponizara_1_1479512.html [accessed: 20/04/2021].

CINCO DÍAS. (2021). “La zona euro redujo su déficit al 5,8% en el tercer trimestre, pero disparó su deuda hasta el 97,3% del PIB”. *Cinco días*. [online] Available: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/01/21/economia/1611226890_483825.html#:~:text=La%20deuda%20p%C3%BAblica%20en%20la,que%20publica%20Eurostat%20este%20jueves accessed: [11/05/2021].

CINCODIAS (2021). *La Bolsa, CincoDías*. [online]. Available: <https://cincodias.elpais.com/mercados/bolsa/> [accessed: 22/03/2021].

DE HARO, José Luis. (2021). “La deuda pública de EE. UU. superará este año el tamaño de la economía, según la CBO”. *El economista*. [online]. Available: <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/11045864/02/21/La-deuda-publica-de-EEUU-superara-este-ano-el-tamano-de-la-economia-segun-la-CBO.html> accessed: [10/05/2021].

DE LA QUINTANA, Laura (2021). “El retorno del pequeño inversor dispara 2,4 veces el beneficio de los brókeres”. *El Economista*. [online]. Available: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11043645/02/21/El-retorno-del-pequeno-inversor-dispara-24-veces-el-beneficio-de-los-brokeres.html> [accessed: 10/06/2021].

EL ECONOMISTA (2021). “El Banco de España aleta de que los ERTE están dejando de funcionar a medida que la crisis se alarga”. *El economista*. [online]. Available: <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/10920854/12/20/La-crisis-duplicara-el-numero-de-empresas-zombis-en-Espana-este-ano-hasta-el-176-segun-Iberinform.html> [accessed: 15/04/2021].

ESCRIBANO LEÓN, María. (2020). “Déficit de Seguridad Social y jubilación: ¿tienen futuro las pensiones en España?” *La información*. [online]. Available: <https://www.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/jubilacion-pensiones-deficit-seguridad-social-futuro/2814709/> accessed: [04/03/2021]

EUROPA PRESS (2020). “La crisis duplicará el número de empresas “zombi” en España este año, hasta el 17,6% según Iberinform”. *El economista*. [online]. Available: <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/10920854/12/20/La-crisis-duplicara-el-numero-de-empresas-zombis-en-Espana-este-ano-hasta-el-176-segun-Iberinform.html> accessed: [05/03/2021]

EUROSTAT. (2020). *Eurostat, Statistics Explained*. [online]. Available: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Population_structure_and_ageing/es#El_porcentaje_de_personas_mayores_sigue_aumentando [accessed: 12/02/2021].

EXPANSIÓN. (2021). *Datos macro, Expansión*. [online]. Available: <https://datosmacro.expansion.com/demografia/estructura-poblacion/emiratos-arabes-unidos> accessed: [27/02/2021]

EXPANSIÓN. (2021). *Datos macro, Expansión*. [online]. Available: <https://datosmacro.expansion.com/demografia/natalidad/usa> accessed: [27/02/2021]

F. NORRESTAD. (2020). “Quantitative easing in the U.S.- Statistics & Facts”. [online]. Available: https://www.statista.com/topics/6441/quantitative-easing-in-the-us/#topicHeader_wrapper accessed: [06/05/2021]

- FOCUS ECONOMICS. (2017). “Why is productivity growth so low?” *FocusEconomics*. [online]. Available: <https://www.focus-economics.com/blog/why-is-productivity-growth-so-low-23-economic-experts-weigh-in#:~:text=According%20to%20the%20OECD%20this,associated%20with%20higher%20productivity%20growth.%E2%80%9D> accessed: [06/04/2021]
- GOPINATH, Gita. (2019). “La economía mundial: Desaceleración sincronizada, perspectivas precarias”. *Blog Fondo Monetario Internacional*. [online]. Available: <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=12062> accessed: [11/05/2021].
- HUERTA, Emilio. (2007). “¿Por qué es importante la productividad?”. *Diario de noticias de Navarra*, pp. 38.
- INVESTING. (2021). *Equities, Investing*. [online]. Available: <https://es.investing.com/equities/zoom-video-communications-chart> [accessed: 22/03/2021].
- IProfesional. (2021). “El indicador Buffett enciende las alarmas: ¿se avecina hundimiento bursátil?”. *Economía, Profesional*. [online]. Available: <https://www.iprofesional.com/economia/340600-el-indicador-buffett-en-alerta-se-viene-hundimiento-bursatil> [accessed: 03/06/2021].
- JORRÍN, Javier. (2019). “El envejecimiento transformará la economía: frenará la productividad y los salarios”. *Cotizalia*. [online]. Available: https://www.elconfidencial.com/economia/2019-05-28/envejecimiento-transformara-espana-frenazo-productividad-salarios_2039718/ accessed: [06/03/2021]
- LODEIRO, PACO (2013). “El ratio PER: Cálculo, significado, uso, ventajas e inconvenientes”. *Academia de Inversión*. [online]. Available: <https://www.academiadeinversion.com/ratio-per-calculo-significado-uso-ventajas-inconvenientes/> [accessed: 19/03/2021].
- LORDUY, Johana. (2020). “Estas son las empresas tecnológicas que más crecieron durante la pandemia del covid-19”. *La República*. [online]. Available: <https://www.larepublica.co/internet-economy/estas-son-las-empresas-tecnologicas-que-mas-crecieron-en-pandemia-3075218> [accessed: 27/03/2021].
- MADDALONI, Angela & MUSSO, Alberto & ROTHER, Philipp & WARD-WARMEDINGER, Melanie & WESTERMANN, Thomas. (2006). “Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area”. *European Central Bank*. No 51, pp 6-38.
- MAESTRE, Raúl Jaime. (2019). “EE.UU tiene un problema con sus pensiones, te contamos por qué?”. *El Blog Salmón*. [online]. Available: <https://www.elblogsalmon.com/economia/eeuu-tiene-problema-sus-pensiones-te-contamos-que> accessed: [04/03/2021]

MCGOWAN, Muge Adalet & ANDREWS, Dan & Millot, Valentine. "The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries" *OECD*. No. 1372, pp 1-45.

MOHORTE. (2020). "Un 8% de tu sueldo, a ahorro: el experimento de Reino Unido para salvar su sistema de pensiones". *Magnet*. [online]. Available: <https://magnet.xataka.com/en-diez-minutos/8-tu-sueldo-a-ahorro-experimento-reino-unido-para-salvar-sus-pensiones> accessed: [04/03/2021]

NACIONES UNIDAS. (2021). *Naciones Unidas. Paz, dignidad e igualdad en un planeta sano*. [online]. Available: <https://www.un.org/es/global-issues/ageing> [accessed: 12/02/2021].

NEGOCIOS NOW (2019). "Envejece la población del cambio en Estados Unidos". *Negocios Now*. [online]. Available: <https://negociosnow.com/envejece-la-poblacion-del-cambio-en-estados-unidos/> accessed: [27/02/2021]

NIEVES, Vicente & S. JIMÉNEZ, Francisco (2021). "El gran debate de la inflación no condiciona a un BCE que mantiene desplegado todo su arsenal en modo crisis". *El Economista*. [online]. Available: <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/11264650/06/21/El-gran-debate-de-la-inflacion-no-condiciona-a-un-BCE-que-mantiene-desplegado-todo-su-arsenal-en-modo-crisis.html> [accessed: 15/05/2021].

NIEVES, Vicente & VECEDAS, Mario. (2021). "Los diez puntos críticos que darán forma a la "nueva era" de la economía y los mercados". *El Economista*. [online]. Available: https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11145669/04/21/Las-diez-puntos-criticos-que-daran-forma-a-la-nueva-era-de-la-economia-y-los-mercados.html?utm_source=app_propia&utm_medium=notificacion_push [accessed: 03/03/2021].

NIEVES, Vicente. (2017). "El BCE ya ha engullido el equivalente a tres Españas con todas sus compras de bonos". *El economista*. [online]. Available: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11132000/03/21/El-BCE-ya-ha-engullido-el-equivalente-a-tres-Espanas-con-todas-sus-compras-de-bonos.html> accessed: [12/05/2021]

NIEVES, Vicente. (2017). "Las empresas zombis están lastrando el crecimiento de Occidente". *El economista*. [online]. Available: <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/8503505/07/17/Occidente-esta-lleno-de-zombies-sin-destruccion-creativa-no-habra-crecimiento.html> accessed: [05/04/2021]

NIEVES, Vicente. (2020). "Las pensiones en España están en una de las peores situaciones del mundo para llegar a ser sostenibles". *El economista*. [online]. Available: <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/10573709/05/20/Las-pensiones-en-Espana-estan-en-una-de-las-peores-situaciones-del-mundo-para-llegar-a-ser-sostenibles.html> accessed: [05/03/2021]

PASCUAL CORTÉS, Raquel. (2018). “Los tres modelos de pensiones que si funcionan en Europa”. *Cinco días*. [online]. Available: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/04/13/midiner/1523627356_193804.html accessed: [04/03/2021]

PROJECT SYNDICATE. (2018). “¿Menos productividad por culpa de la tecnología?”. *Nueva Sociedad*. [online]. Available: <https://www.nuso.org/articulo/menos-productividad-por-culpa-de-la-tecnologia/> accessed: [04/04/2021]

RAISIN. (2020). “¿Qué es la Renta Variable?” *Educación financiera, Raisin*. [online]. Available: <https://www.raisin.es/educacion-financiera/que-es-renta-variable/> [accessed: 01/06/2021].

RIFÁ FABREGAT, Mireya. (2021). “Informe de la Comisión Europea: El impacto demográfico en Europa”. *Asociación de especialistas en prevención y salud laboral*. Available: <https://www.aepsal.com/informe-de-la-comision-europea-el-impacto-demografico-en-europa/> accessed: [02/03/2021]

SANTACRUZ CANO, Javier. (2017). “Longevidad y cambios en el ahorro y la inversión”. *Instituto español de analistas financieros*. Vol 2, pp 15-29.

SEVILLA, Andrés (2012). *Economipedia*. [online]. Available: <https://economipedia.com/definiciones/mercados-financieros.html> accessed: [01/06/2021].

SEVILLA, Andrés (2012). *Economipedia*. [online]. Available: <https://economipedia.com/definiciones/productividad.html> : [01/04/2021].

SEVILLA, Andrés (2012). *Economipedia*. [online]. Available: <https://economipedia.com/definiciones/producto-interior-bruto-pib.html> accessed: [08/05/2021].

SINGULARBANK. (2019). “¿Cómo afectan las grandes inversiones públicas a la economía?”. *Singularbank*. [online]. Available: <https://blog.selfbank.es/como-afectan-las-inversiones-publicas-a-la-economia/> accessed: [07/04/2021]

WIKIPEDIA. (2021). “Aging in the American workforce”. *Wikipedia*. [online]. Available: <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/10920854/12/20/La-crisis-duplicara-el-numero-de-empresas-zombis-en-Espana-este-ano-hasta-el-176-segun-Iberinform.html> accessed: [13/03/2021]

WIKIPEDIA. (2021). “Quantitative easing”. *Wikipedia*. [online]. Available: https://en.wikipedia.org/wiki/Quantitative_easing accessed: [06/05/2021]

YEBRA, Daniel (2021). “El indicador Buffett, capitalización/PIB, supera en 17 puntos al máximo de la 'burbuja.com'”. *El Economista*. [online]. Available: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11051995/02/21/El-indicador-Buffett-capitalizacion-PIB-supera-en-17-puntos-al-maximo-de-la-burbujacom.html> [accessed: 26/04/2021].

GLOSARIO Y ANEXOS

Tasa bruta de natalidad¹: Número de nacimientos de una población por cada mil habitantes en un año.

Estado de bienestar²: Conjunto de acciones y ejercicios por parte del Estado en búsqueda de una mayor atención a la redistribución y bienestar general de la población.

Tasa de dependencia³: Índice demográfico que expresa la proporción existente entre la población dependiente y la activa.

Tasa de reemplazo⁴: Porcentaje de ingresos en la jubilación respecto a los ingresos previos como trabajadores en activo

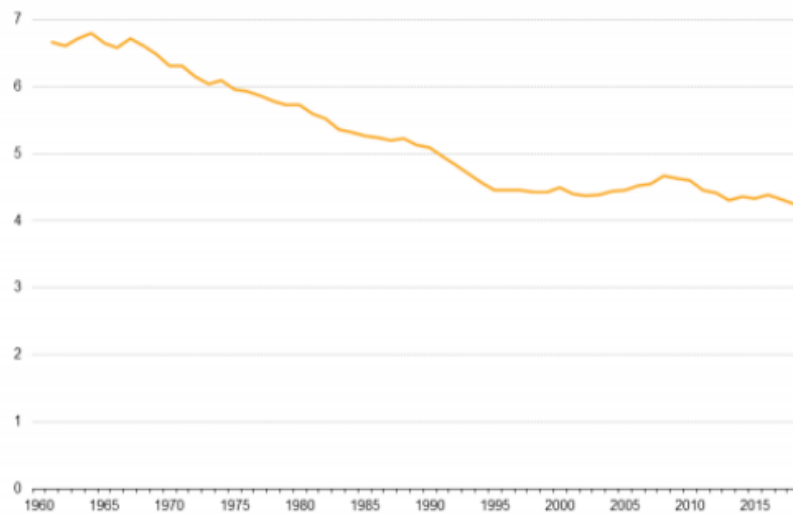
Productividad total de los factores⁵: Diferencia entre la tasa de crecimiento de la producción y la tasa media de crecimiento de los factores utilizados para obtenerla

Riesgo de crédito⁶: Posible pérdida que asume un agente económico como consecuencia de incumplimiento de las obligaciones contractuales que incumben a las contrapartes con las que se relaciona.

TIR⁷: Tasa de interés que genera un proyecto y se encarga de medir la rentabilidad de una inversión

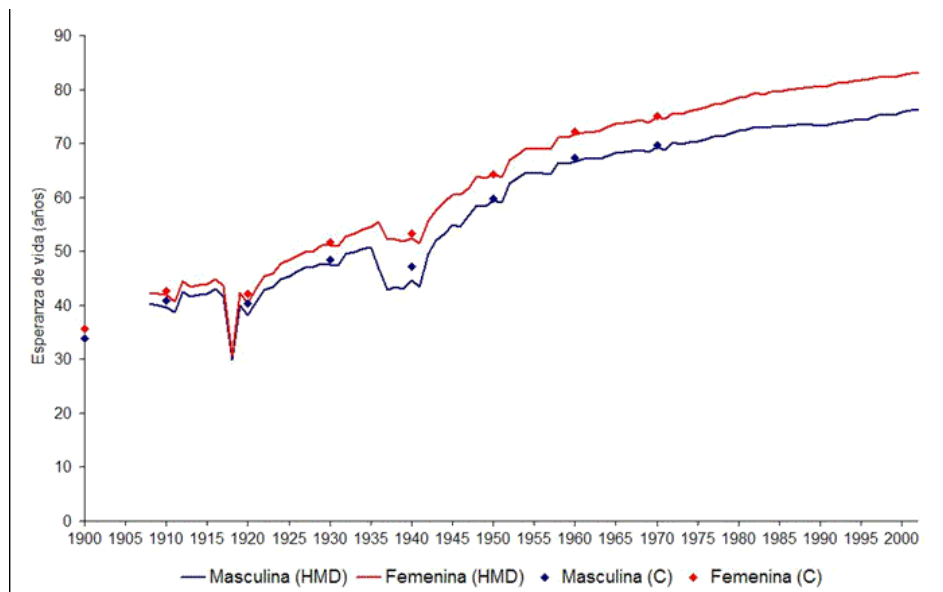
Prima de riesgo⁸: Diferencial entre los tipos de intereses de dos países medida en puntos básicos. Es el coste extra que tiene que pagar un país por financiarse cuanto mayor arriesgado sea su activo.

ANEXO 1. EVOLUCIÓN, EN MILLONES, DE EL NÚMERO DE NACIMIENTOS EN EUROPA EN LOS ÚLTIMOS 60 AÑOS



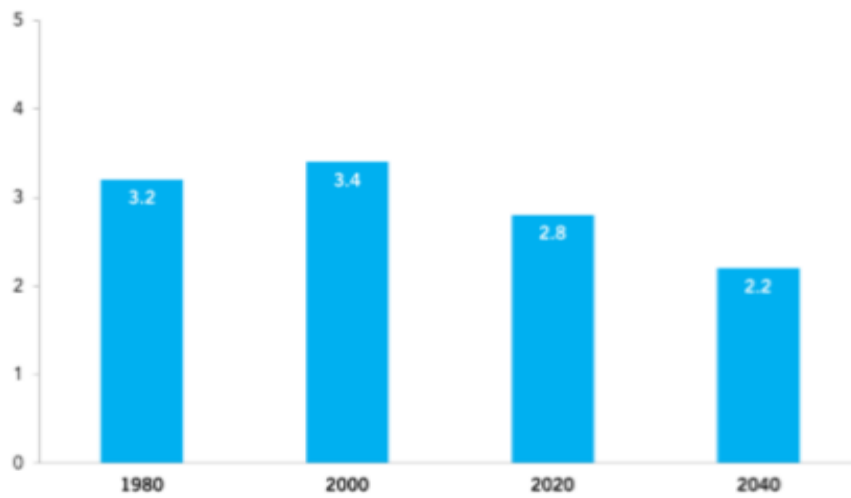
Fuente: Eurostat

ANEXO 2. DESARROLLO DE LA ESPERANZA DE VIDA EN EL SIGLO XX



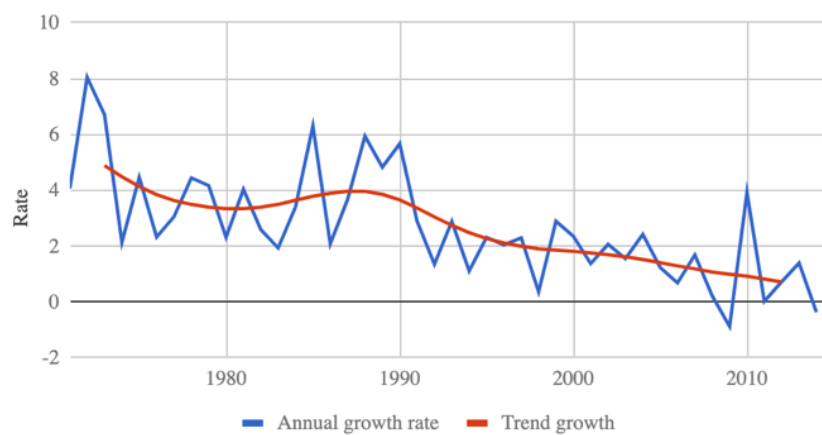
Fuente: Carreras (1989), Carreras y Tafunell (2003), INE y *Human Mortality Database*

ANEXO 3. PROYECCIÓN DE TABAJADORES POR BENEFICIADO EN EE. UU.



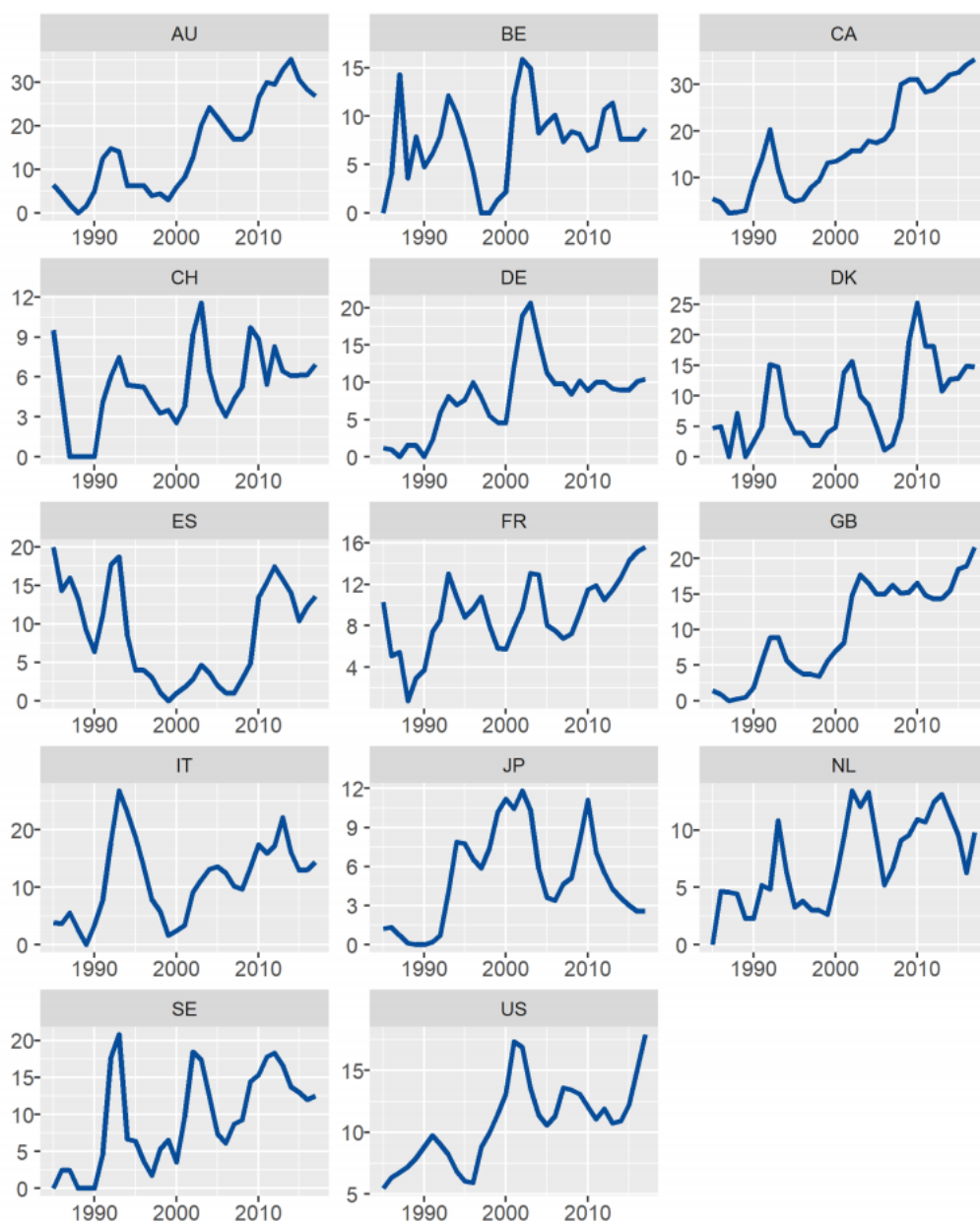
Fuente: Peter G. Peterson Foundation

ANEXO 4. EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD EN JAPÓN



Fuente: OCDE

**ANEXO 5. EVOLUCIÓN, EN %, DEL NÚMERO DE EMPRESAS ZOMBIES EN DISTINTAS
ZONAS GEOGRÁFICAS**



Fuente: Datastream Worldscope

ANEXO 6. PRODUCTO INTERIOR BRUTO DE LA EUROZONA EN EL SIGLO XXI

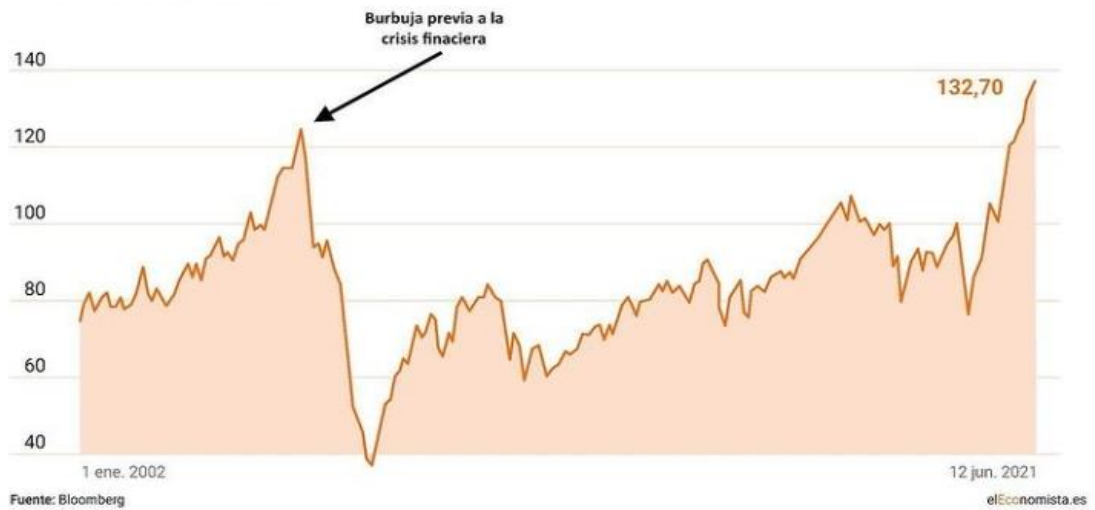
Fecha	PIB anual	Var. PIB (%)
2020	11.317.641M.€	-6,6%
2019	11.937.156M.€	1,3%
2018	11.588.278M.€	1,9%
2017	11.217.102M.€	2,6%
2016	10.815.642M.€	1,9%
2015	10.519.853M.€	2,0%
2014	10.130.620M.€	1,4%
2013	9.875.313M.€	-0,3%
2012	9.778.988M.€	-0,9%
2011	9.744.341M.€	1,7%
2010	9.470.254M.€	2,2%
2009	9.210.566M.€	-4,4%
2008	9.478.712M.€	0,4%
2007	9.238.506M.€	2,9%
2006	8.739.089M.€	3,1%
2005	8.309.366M.€	1,6%
2004	8.032.115M.€	2,2%
2003	7.710.296M.€	0,6%
2002	7.499.502M.€	0,9%
2001	7.258.254M.€	2,1%
2000	6.795.365M.€	3,8%

Fuente: Periódico Expansión

ANEXO 7. INDICADOR BUFFETT EN MÁXIMOS HISTÓRICOS

El Indicador Buffett toca máximos históricos

Capitalización bursátil global sobre PIB.



Fuente: El Economista